

**152. löggjafarþing 2021–2022.**  
**Þingskjal 503 — 357. mál.**

## **Skýrsla**

**fjármála- og efnahagsráðherra um sölumeðferð eignarhluta ríkisins í Íslandsbanka hf.**

Lögð fyrir Alþingi á 152. löggjafarþingi 2021-2022

**Febrúar 2022**

## Efnisyfirlit

Formáli.....	4
Lýsing á sölumeðferð.....	6
Inngangur.....	6
Heimild til sölu.....	7
Stjórnsýsluleg meðferð.....	8
Ákvörðun ráðherra.....	8
Sölumeðferð eignarhluta.....	10
Inngangur.....	10
Ráðning ráðgjafa.....	12
Framkvæmd áreiðanleikakannana.....	13
Gerð lýsingar og umsóknar til kauphallar.....	13
Frumkynningar fyrir fjárfesta.....	14
Verðmat.....	14
Yfirferð og staðfesting Fjármálaeftirlitsins á lýsingu.....	16
Lokakynningar fyrir fjárfesta.....	16
Birting yfirlýsingar um skráningaráform.....	16
Öflun tilboða og úthlutun áskriftarloforða.....	17
Afstaða ráðherra til tilboða og ákvarðanir um verð, magn og úthlutun.....	18
Aðrir þættir.....	21
Inngangur.....	21
Fjárhagsleg niðurstaða.....	21
Kostnaður.....	22
Þróun á markaðsvirði eftir útboð.....	24
Viðauki.....	26
Viðmið ráðherra við ákvörðun um að hefja sölumeðferð.....	26
Inngangur.....	26
Aukin samkeppni á fjármálamarkaði.....	26
Dreift og fjölbreytt eignarhald á Íslandsbanka.....	27
Takmörkun á skerðingu áskrifta.....	28

Hámark á hlut hvers tilboðsgjafa.....	29
Hámark á selt hlutafé.....	29
Útgreiðsla sérstaks arðs fyrir útboð .....	29
Upplýsingamiðlun til Alþingis .....	30

## Myndaskrá

Mynd 1 Söluferli eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum skv. ákvæðum laga nr. 155/2012 .....	6
Mynd 2 Ábyrgðar- og samstarfsumgjörð sölumeðferðar .....	10
Mynd 3 Útboðsvirði, markaðsvirði og hlutafjármargfaldari m.v. verð á hvern hlut (ma.kr.) .....	18
Mynd 4 Verðmat á hlutum í bönkum í Norður-Evrópu 31. maí 2021 .....	21
Mynd 5 Samanburður á útboðsvirði Íslandsbanka og markaðsvirði sambærilegra banka m.v. hagnaðarmargfaldara.....	22
Mynd 6 Uppgjör varðandi sölu hluta, kostnað og greiðslur til ríkisins (fjárhæðir í kr.) ..	23
Mynd 7 Verðbreyting á hlutum á fyrsta viðskiptadegi í kauphöll eftir frumútboð .....	24
Mynd 8 Þróun á hlutabréfaverði í Arion banka og Íslandsbanka frá 22. júní 2021 .....	25
Mynd 9 Tillaga og endanleg úthlutun áskriftarloforða .....	28

## Formáli

Samkvæmt ákvæðum 5. gr. laga nr. 155/2012 um sölumeðferð eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum ber fjármála- og efnahagsráðherra („ráðherra“) að lokinni sölumeðferð á eignarhlut að leggja fyrir Alþingi skýrslu um sölumeðferð eignarhlutarins þar sem gerð skal grein fyrir helstu niðurstöðum. Í athugasemdum með frumvarpi til fyrrgreindra laga kemur fram að í skýrslunni „mundi koma fram vönduð lýsing á sölufurferlinu frá upphafi til enda ásamt skýringum á því hvað réði ákvörðun um samþykki eða höfnun tilboða“. Í samræmi við það fól ráðherra Bankasýslu ríkisins að leggja fram ítarlega lýsingu á sölumeðferðinni og annan efnivið sem fram kemur í skýrslu þessari og ætlað er að veita sem fyllstar upplýsingar um ferlið, undirbúning þess, framkvæmd og niðurstöður.

Rekja má sölumeðferð eignarhluta ríkisins í Íslandsbanka hf. („Íslandsbanka“), þar sem seldur var 35% eignarhlutur og allir hlutir í bankanum voru teknir til viðskipta á skipulegum markaði þann 22. júní sl., til þeirrar stefnu, sem mörkuð var af ríkisstjórn Framsóknarflokks, Sjálfstæðisflokks og Vinstrihreyfingarinnar – græns framboðs, sem hóf störf 30. nóvember 2017. Í sáttmála flokkanna um ríkisstjórnarsamstarf og eflingu Alþingis, sem birtur var sama dag, kom fram að eignarhald ríkisins á fjármálafyrirtækjum væri það umfangsmesta í Evrópu og að ríkisstjórnin vildi leita leiða til að draga úr því. Í sáttmálanum kom einnig fram að gefa ætti út hvítbók um framtíðarsýn fyrir fjármálakerfið á Íslandi („Hvítbókin“), sem leggja ætti fyrir Alþingi til umfjöllunar áður en stefnumarkandi ákvarðanir yrðu teknar um fjármálakerfið.

Hvítbókin var gefin út þann 10. desember 2018. Þar var m.a. fjallað um umfangsmikið eignarhald íslenska ríkisins á fjármálafyrirtækjum og færð rök fyrir því að draga ætti úr því og að til framtíðar yrði eignarhald þeirra fjölbreytt. Í Hvítbókinni kom einnig fram að kanna ætti möguleika á að selja Íslandsbanka til erlends banka að hluta eða öllu leyti.

Í framhaldi af umræðum um Hvítbókina á Alþingi þann 29. janúar 2019 funduðu fjármála- og efnahagsráðherra og ráðherranefnd um efnahagsmál og endurskipulagningu fjármálakerfisins („ráðherranefnd“) með Bankasýslu ríkisins um næstu skref í hugsanlegri sölumeðferð á eignarhlut í Íslandsbanka. Í maí 2019 tilkynnti Bankasýsla ríkisins ráðherra að stofnunin hygðist undirbúa að leggja fram tillögu um sölu á hlut ríkisins í Íslandsbanka. Í kjölfarið voru haldnir fundir í ráðherranefnd um efnahagsmál og endurskipulagningu fjármálakerfisins til að byggja traustan grunn undir tillögu- og ákvarðanaferlið. Tíu fundir voru haldnir frá því í maí 2019 til að fjalla um mögulegt sölufurferli, aðferðafræði, helstu vörður og áherslur ríkisins varðandi sölufurferlið, lagaumhverfi, stöðu tillagna í Hvítbókinni, ásamt markmiðum og viðmiðum stjórnvalda með sölu á hlutum ríkisins í bankanum. Í umræðum á Alþingi um íslenskt bankakerfi og sölu á hlut ríkisins í bönkunum þann 21. október 2019 kom fram í máli ráðherra að lögð yrði áhersla á að gæta að heildarhagsmunum ríkisins og að skoða þyrfti betur hvaða leiðir væru heppilegar til að ná markmiðum stjórnvalda.

Í kjölfarið fékk ráðherra greiningu frá Bankasýslu ríkisins á mögulegum leiðum til að ná markmiðum stjórnvalda. Í febrúar 2020 ákvað ráðherra í samráði við ráðherranefndina að endurskoða eigandastefnu ríkisins fyrir fjármálafyrirtæki. Helstu breytingar fólust í því að skýra áform ríkisstjórnarinnar gagnvart einstökum félögum. Þannig væri nú stefnt að því að ríkið ætti verulegan eignarhlut í Landsbankanum hf. til langframa. Þá væri stefnt að því að selja allan eignarhlut ríkisins í Íslandsbanka þegar hagfelld og æskileg skilyrði væru fyrir hendi. Því til viðbótar var tekið fram að ekki yrði tekin ákvörðun um sölufurferli á hlutum ríkisins í Landsbankanum hf. fyrr en eftir að ríkið hefði selt allan eignarhlut sinn í Íslandsbanka.

Með erindi þann 4. mars 2020 lagði Bankasýsla ríkisins svo fram tillögu til fjármála- og efnahagsráðherra um sölumeðferð eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum, um að selja að lágmarki fimmtungshlut í Íslandsbanka í svokölluðu samhliða sölufarli (e. dual track).<sup>1</sup> Með tillögunni fylgdi ítarleg skýrsla, *Eignarhald og sala á Íslandsbanka hf.: Stöðuskýrsla varðandi fyrirhugaða sölumeðferð*. Þann 12. mars sama ár, eftir samráð við ráðherra, ákvað stofnunin aftur á móti að afturkalla framangreinda tillögu í ljósi mikið breyttra aðstæðna í tengslum við aðgerðir ríkja í baráttunni við heimsfaraldur kórónuveirunnar og verulegrar óvissu í efnahagsmálum.

Í byrjun nóvember 2020 hófust að nýju samskipti á milli fjármála- og efnahagsráðuneytisins og Bankasýslu ríkisins um mögulega sölu á eignarhlutum í bankanum í ljósi breyttra aðstæðna frá því að fyrri tillaga var dregin til baka. Sendi stofnunin minnisblað til ráðuneytisins þar sem reifuð voru sjónarmið um möguleg næstu skref í sölumeðferð eignarhluta í bankanum. Í minnisblaðinu kom m.a. fram að afkoma Íslandsbanka hafi verið betri en ætla mætti m.v. stöðu mála í miðjum marsmánuði og að þróun á innlendum hlutabréfamarkaði hafi verið jákvæð frá því að stofnunin afturkallaði tillögu sína. Þann 3. desember 2020. fundaði ráðherranefnd um efnahagsmál og endurskipulagningu fjármálakerfisins með Bankasýslu ríkisins, þar sem stofnunin fór yfir efni minnisblaðsins.

Þann 17. desember 2020 lagði stofnunin svo fram formlega tillögu til ráðherra um að hefja sölumeðferð á eignarhlut ríkisins í Íslandsbanka. Féllst ráðherra á tillögunna þann 18. desember 2020 og sendi í kjölfarið greinargerð um sölumeðferðina til fjárlaganefndar, efnahags- og viðskiptanefndar og Seðlabanka Íslands. Ráðherra sendi Bankasýslu ríkisins bréf þann 29. janúar 2021 varðandi ákvörðun sína um að hefja skuli sölumeðferð í samræmi við fyrirliggjandi greinargerð og fól stofnuninni, í samráði við ráðuneytið, að tryggja að útfærslur útboðs- og úthlutunarskilmála yrðu í samræmi við tiltekna ábendingar þingnefndanna. Lauk sölumeðferðinni með töku hluta í bankanum til viðskipta á aðalmarkaði Kauphallar Íslands (Nasdaq Iceland) þann 22. júní sl. og sölu á 35% eignarhlut ríkisins fyrir 55,3 ma.kr. Með frumútboði á hlutum í bankanum, þar sem tæplega 24 þúsund hluthafar eignuðust hlut, þ.m.t. stórir innlendir og erlendir langtímafjárfestar, og um 16.000 einstaklingar skráðu sig fyrir fjárhæð sem nam einni milljón króna eða lægra, var lagður grunnur að heilbrigðu eignarhaldi til lengri tíma og markmiðum um fjölbreytt og dreift eignarhald náð. Var Íslandsbanki í kjölfar útboðsins með fleiri hluthafa en nokkurt annað skráð félag á Íslandi auk þess að hafa fjölbreyttan eigandahóp með eitt hæsta hlutfall erlendra hluthafa.

---

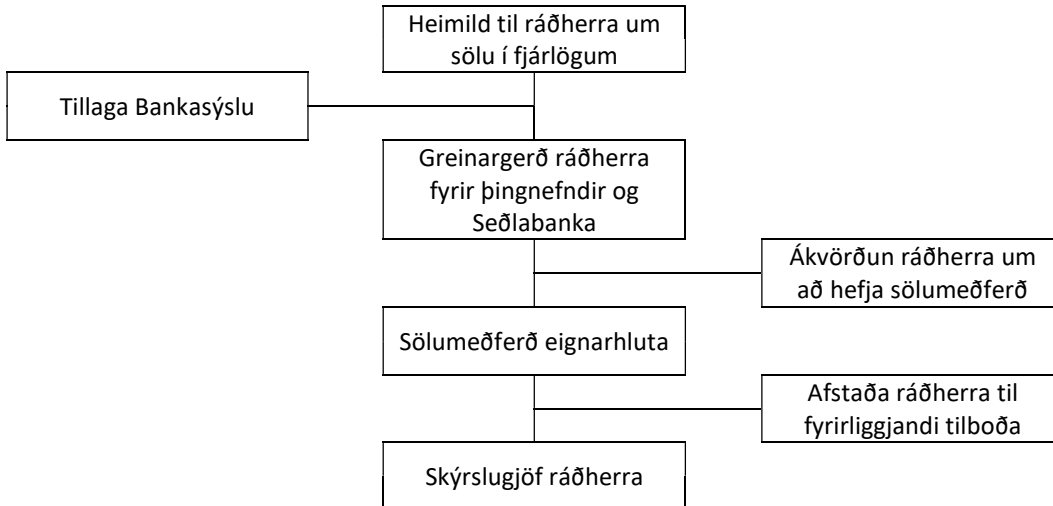
<sup>1</sup> Tillagan var svohljóðandi: „Að selja að lágmarki fimmtungshlut (20%) í Íslandsbanka hf. í samhliða sölufarli, þar sem aðallega verður stefnt að skráningu eignarhluta á skipulegum verðbréfamarkaði í kjölfar almenns útboðs (útboðsleið) og til hliðar beinni sölu á hluta eða öllum eignarhlut ríkisins í bankanum (uppboðsleið).“

## Lýsing á sölumeðferð

### Inngangur

Um meðferð sölu á eignarhlutum ríkisins í fjármálafyrirtækjum gilda lög nr. 155/2012 um sölumeðferð eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum. Einnig er vísað til sölumeðferðar eignarhluta í fjármálafyrirtækjum í lögum nr. 88/2009 um Bankasýslu ríkisins. Mynd 1 sýnir þær ákvarðanir sem taka þarf í sölumeðferðinni og þau skilyrði sem uppfylla þarf skv. ákvæðum þessara laga.

*Mynd 1 Söluferli eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum skv. ákvæðum laga nr. 155/2012*



Verður nú fjallað um einstaka framkvæmdarhluta sölumeðferðar eins og þeim er lýst hér á undan. Fyrst verður fjallað um lagalegar heimildir ráðherra, stjórnsýslulega meðferð, ákvörðun ráðherra, sölumeðferðina sjálfa og að lokum afstöðu ráðherra til fyrirbyggjandi tilboða.

## Heimild til sölu

Samkvæmt ákvæðum 1. gr. laga nr. 155/2012 er ráðherra „heimilt að selja að öllu leyti eða að hluta [...] að fenginni heimild í fjárlögum og fengnum tillögum frá Bankasýslu ríkisins skv. i-<sup>2</sup> og j-lið<sup>3</sup> 4. gr. laga um Bankasýslu ríkisins“ eignarhlut ríkisins í Íslandsbanka.<sup>4</sup>

Ráðherra aflaði heimildar í fjárlögum fyrir árið 2020 til sölu á eignarhlut ríkisins í Íslandsbanka. Sambærilega heimild var að finna í frumvarpi til fjárlaga fyrir árið 2021 sem lagt var fyrir Alþingi þann 1. október 2020 og samþykkt í desember sama ár. Þann 17. desember 2020 lagði Bankasýsla ríkisins fram formlega tillögu til ráðherra um að hefja sölumeðferð á eignarhlutum ríkisins í Íslandsbanka.<sup>5</sup> Með fyrrgreindum heimildum á fjárlögum og tillögu stofnunarinnar voru því skilyrði laga nr. 155/2012 fyrir söluheimild uppfyllt. Var tillaga Bankasýslunnar svohljóðandi:

*„Að selja eignarhluti í Íslandsbanka hf. þar sem stefnt verður að skráningu eignarhluta á skipulegan verðbréfamarkað innanlands í kjölfar almenns útboðs.“*

Með tillögunni fylgdi einnig minnisblað stofnunarinnar, einnig dags. 17. desember 2020, þar sem finna mátti nánari rökstuðning fyrir tillögunni.<sup>6</sup> Frá afturköllun tillögu stofnunarinnar frá því í mars sama ár hafði þróun á fjármálamörkuðum og afkoma Íslandsbanka aftur á móti verið mun betri en vonir stóðu til um miðjan marsmánuð. Þannig höfðu hlutabréf í íslenskum félögum hækkað um helming og hlutabréf í evrópskum bönkum um tæpan þriðjung frá 16. mars til 16. desember 2020. Á sama tímabili hafði hlutafjármargfaldari Arion banka hf. hækkað úr 0,55x í 0,84x.<sup>7</sup> Enn fremur höfðu átt sér stað farsæl hlutabréfaútboð innanlands með mikilli þátttöku almennings, auk þess sem afkoma Íslandsbanka það sem af var árinu hafði verið betri en álykta mátti af sviðsmyndaspá Seðlabanka Íslands, sem birtist í ritinu Fjármálastöðugleika 2020/1. Í minnisblaðinu var einnig að finna tímatöflu sem gerði ráð fyrir því að ráðningu ráðgjafa myndi ljúka um miðjan janúar 2021 og öflun tilboða og áskriftarloforða í lok maí sama ár.

Í lokakafli minnisblaðsins kom fram að ekki væri ákjósanlegt á þessari stundu að festa stærð eignarhlutar sem bjóða ætti til sölu í útboðinu. Það væri viðtekin venja á hlutabréfamarkaði að birta einungis fjölda seldra hluta og áætlað verðbil í yfirlýsingu um skráningu (e. intention to float) og í lýsingu og því teldi stofnunin rétt að ákvörðun um fjölda seldra hluta yrði tekin síðar, þ.e. í maí 2021.

<sup>2</sup> „Að gera tillögur til [ráðherra] um hvort og hvenær tilteknir eignarhlutir í fjármálafyrirtækjum verða boðnir til sölu á almennum markaði með hliðsjón af markmiðum stofnunarinnar, sbr. 3. mgr. 1. gr., og í samræmi við gildandi lög og markmið um dreifða eignaraðild.“

<sup>3</sup> „Að undirbúa og vinna tillögur um sölu eignarhluta ríkisins í fjármálafyrirtækjum.“

<sup>4</sup> Hér er rétt að geta þess að þegar Alþingi samþykkti lög nr. 155/2012 nam eignarhlutur ríkisins í Íslandsbanka 5,0% af útistandandi hlutum. Í kjölfar framsals Glitnis ehf. á öllum hlutum félagsins í bankanum varð ríkissjóður aftur á móti eini hluthafi bankans.

<sup>5</sup> Tillaga um sölumeðferð á eignarhlutum í Íslandsbanka hf., 17.12.2020

<sup>6</sup> Minnisblað Bankasýslu ríkisins um sölumeðferð, 17.12.2020

<sup>7</sup> Hlutafjármargfaldari (e. price to book multiple) samsvarar hlutfallinu á milli markaðsvirðis útistandandi hlutafjár og bókfærðs virðis eigin fjár hluthafa.

### Stjórnsýsluleg meðferð

Samkvæmt ákvæðum 1. mgr. 2. gr. laga nr. 155/2012 ber ráðherra, eftir að hafa fallist á tillögu Bankasýslu ríkisins, að útbúa greinargerð fyrir fjárlaganefnd og efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis og einnig leita umsagnar Seðlabanka Íslands um „jafnræði bjóðenda, líkleg áhrif sölu á gjaldeyrismarkað, gjaldeyrisforða og laust fé í umferð“.

Þann 21. desember 2020 sendi ráðherra bréf til Bankasýslu ríkisins um að hann fallist á tillögur hennar. Voru helstu markmið ráðherra með sölnunni þau að minnka áhættu ríkisins af svo stórum eignarhlut í fjármálakerfinu; að efla virka samkeppni á fjármálamarkaði; að hámarka endurheimtur ríkissjóðs af eignarhaldinu og sölu á hlutum; að stuðla að fjölbreyttu, heilbrigðu og dreifðu eignarhaldi til lengri tíma; að auka fjárfestingarmöguleika fyrir innlenda einstaklinga og fagfjárfesta; og ekki síst að minnka skuldsetningu eða auka svigrúm ríkisins til samfélagslega arðbærra fjárfestinga.

Sama dag sendi ráðherra einnig bréf til Alþingis með greinargerð þar sem óskað var eftir umsögnum fjárlaganefndar og efnahags- og viðskiptanefndar um greinargerðina, og bréf til Seðlabanka Íslands, þar sem óskað var eftir umsögn bankans um þau atriði sem lýst var hér á undan. Óskaði ráðherra eftir svörum þingnefndanna eigi síðar en 20. janúar og bankans eigi síðar en 15. janúar. Í greinargerð ráðherra, sem var alls 26 blaðsíður, var svo að finna umfjöllun um undirbúning og endurskipulagningu fjármálakerfisins, markmið með sölu, efnahagsaðstæður, laga- og eftirlitsumhverfi á fjármálamarkaði, aðstæður til sölu á Íslandsbanka og söluaðferð og söluferli.

Voru umsagnir þingnefndanna um greinargerð ráðherra, dags. 20. janúar, nokkuð samhljóma, en í þeim báðum komu fram sömu sjónarmið varðandi dreift eignarhald, þ.e. að tryggt yrði að tilboðsgjafar í hluti undir ákveðinni krónutölu (a.m.k. einni milljón króna að markaðsvirði) yrðu ekki fyrir skerðingu ef umframeftirspurn yrði í útboðinu; að sett yrði hámark á hlut hvers tilboðsgjafa, t.d. 2,5–3,0% af heildarhlutafé bankans; og að sett yrði lágmark og hámark á þann hlut í bankanum sem ríkið býði til kaups í útboðinu, t.d. þannig að lágmark yrði 25% og hámark 35%.<sup>8</sup> Í niðurstöðukafla umsagnar Seðlabanka Íslands, dags. 15. janúar, kom svo fram að fyrirhuguð sala á 25% eignarhlut ríkisins í Íslandsbanka myndi hafa takmörkuð áhrif á gjaldeyrismarkað, gjaldeyrisforða bankans og laust fé í umferð og að jafnræði bjóðenda ætti einnig að vera tryggt þar sem fjármagnshöft hafi verið afnumin.

### Ákvörðun ráðherra

Með bréfi þann 29. janúar 2021 tilkynnti ráðherra Bankasýslu ríkisins um ákvörðun sína að hefja skuli sölumeðferð í samræmi við greinargerðina sem lögð var fram fyrir fjárlaganefnd og efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis. Þá kom einnig fram í bréfinu að Bankasýslu ríkisins yrði falið, í samráði við ráðuneytið, að tryggja að útfærslur á útboðs- og úthlutunarskilmálum yrðu í samræmi við eftirfarandi ábendingar sem fram komu í umsögnum þingnefndanna eins og kostur væri og að færð yrðu viðunandi rök fyrir því ef víkja þurfi frá þeim að verulegu leyti:

---

<sup>8</sup> Umsögn efnahags- og viðskiptanefndar og umsögn fjárlaganefndar.



1. Að stuðlað verði að aukinni samkeppni á fjármálamarkaði.
2. Að lagður verði grunnur að dreifðu eignarhaldi og fjölbreytileika í eigendahópi Íslandsbanka.
3. Að tryggt verði að tilboðsgjafar í hluti undir ákveðinni krónutölu (a.m.k. einni milljón króna að markaðsvirði) verði ekki fyrir skerðingu ef umframeftirspurn verður í útboðinu.
4. Að sett verði hámark á hlut hvers tilboðsgjafa, t.d. 2,5–3,0% af heildarhlutafé bankans.
5. Að sett verði lágmark og hámark á þann hlut í bankanum sem ríkið býður til kaups í útboðinu, t.d. þannig að lágmark verði 25% og hámark 35%.

Í bréfinu fól ráðherra stofnuninni einnig að „skoða hvort það samræmist markmiðum ríkisins um hámarkun ábata af eignarhaldi og sölu á hlutum í Íslandsbanka að hann greiði út arð fyrir útboðið umfram 3-4 ma.kr. og ef það teljist ekki ráðlegt að færð séu viðunandi rök fyrir því álití“. Þá kom fram að ráðuneytið myndi, í samstarfi við stofnunina „leggja fram tillögu að áætlun um reglubundna upplýsingamiðlun til þingnefndanna um framvindu og undirbúning útboðsins“.<sup>9</sup>

---

<sup>9</sup> Bréf ráðherra til Bankasýslu ríkisins varðandi ákvörðun um að hefja sölumeðferð, 29. janúar 2021.

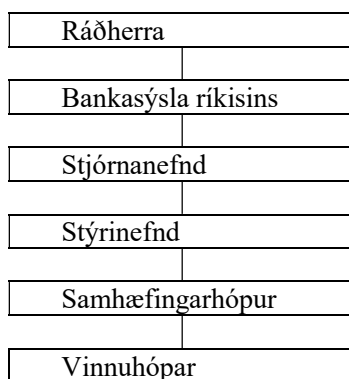
## Sölumeðferð eignarhluta

### Inngangur

Samkvæmt ákvæði 4. gr. laga nr. 155/2012 skal Bankasýsla ríkisins annast sölumeðferð eignarhlutanna fyrir hönd ríkisins í samræmi við ákvörðun ráðherra, sbr. 2. gr. sömu laga.<sup>10</sup> Talið var mikilvægt að stofna til samstarfsvettvangs Bankasýslu ríkisins, ráðuneytisins og bankans, þar sem m.a. væri unnt að undirbúa jarðveginn fyrir mikilvægar ákvarðanir, sem annars vegar ráðherra og hins vegar stofnunin þyrftu að taka í sölumeðferðinni, oft með skömmum fyrirvara.

Í ljósi þess að lögð var áhersla á dreift eignarhald og fjölbreytileika í eigendahópi Íslandsbanka, sbr. ákvörðun ráðherra, auk þess að stuðla að erlendri fjárfestingu í fjármálakerfinu á Íslandi, sbr. Hvítbók og áherslur ráðherra, var stefnt að alþjóðlegu útboði í Kauphöll Íslands („Kauphöll“). Því var einnig talið mikilvægt að tengsl væru á milli samstarfsvettvangsins og þeirra verkstrauma sem utanaðkomandi ráðgjafar stýra í alþjóðlegum frumútboðum. Mynd 2 sýnir ábyrgðar- og samstarfsumgjörð sölumeðferðarinnar.

### *Mynd 2 Ábyrgðar- og samstarfsumgjörð sölumeðferðar<sup>11</sup>*



Ljóst er af ákvæðum laga um sölumeðferð að meiri háttar ákvarðanir eru á forræði ráðherra, eins og t.d. að hefja sölumeðferð, sbr. ákvæði 2. mgr. 2. gr., og að taka tilboði eða hafna að lokinni sölumeðferð, sbr. ákvæði 2. mgr. 4. gr. Þá er hlutverk Bankasýslu ríkisins, sem heyrir undir ráðherra sbr. ákvæði 1. mgr. 1. gr. laga Bankasýslu ríkisins, í sölumeðferðinni enn frekar skýrt, sbr. ákvæði 1. mgr. 4. gr. laga nr. 155/2012, um að stofnunin skuli undirbúa sölu, leita tilboða í eignarhlut, meta tilboð, hafa umsjón með samningaviðræðum við utanaðkomandi ráðgjafa og væntanlega kaupendur og annast samningagerð. Í lýsingunni fyrir útboðið var því ákveðið að skynsamlegt væri að seljandi hluta (e. selling shareholder) yrði skilgreindur sem Bankasýsla ríkisins fyrir hönd ríkissjóðs.

<sup>10</sup> Um hvernig framkvæmd sölumeðferðar var í samræmi við ákvörðun ráðherra er fjallað í viðauka þessarar skýrslu.

<sup>11</sup> Til hliðar við þessa umgjörð var einnig þríhliða upplýsingavettvangur ráðherra, Bankasýslu ríkisins og Íslandsbanka.

Í stjórnnefnd sátu svo allir stjórnarmenn Bankasýslu ríkisins og Íslandsbanka. Voru þar ræddar allar meiri háttar ákvarðanir í sölumeðferðinni, en stjórnnefndin tók aftur á móti engar sjálfstæðar ákvarðanir, enda á ábyrgð stjórnar stofnunarinnar annars vegar og bankans hins vegar að taka ákvarðanir varðandi atriði í sölumeðferð sem voru á þeirra forræði skv. lögum. Var stjórnarformaður Bankasýslu ríkisins formaður stjórnnefndarinnar. Stýrinefnd heyrði svo undir stjórnnefndina, en í henni sátu forstjóri, sérfræðingur og lögfræðingur Bankasýslu ríkisins, bankastjóri, framkvæmdastjóri fjármálasviðs og verkefnastjóri Íslandsbanka sem útgefandi hluta og fulltrúar fjármálaráðgjafa stofnunarinnar og bankans. Þá átti ráðuneytið tvo áheyrnarfulltrúa í stýrinefndinni. Var forstjóri Bankasýslu ríkisins formaður stýrinefndarinnar. Ræddi stýrinefndin veigamiklar ákvarðanir sem taka þurftu í sölumeðferðinni og bar ábyrgð á framvindu sölumeðferðarinnar eftir því sem var viðeigandi, og hélt stjórnnefnd upplýstri um framgang mála.

Samhæfingarhópur hafði umsjón með daglegri framvindu sölumeðferðarinnar og undir hann heyrðu svo níu vinnuhópar. Funduðu samhæfingarhópurinn og vinnuhóparnir tvisvar í viku meðan á sölumeðferðinni stóð. Í þessum hópum voru fulltrúar Bankasýslu ríkisins sem seljanda og Íslandsbanka sem útgefanda, ásamt fulltrúum fjármálaráðgjafa þeirra, leiðandi söluráðgjöfum og lögmönnum seljanda og útgefanda annars vegar og lögmönnum söluráðgjafa hins vegar. Var fundum þessara hópa stýrt af fulltrúum leiðandi söluráðgjafanna þriggja, eftir því sem við átti.

Vinnuhóparnir voru níu og bar hver og einn þeirra ábyrgð á ákveðnum verkefnastráumum sölumeðferðarinnar. Er þetta fyrirkomulag þekkt í alþjóðlegum frumútboðum. Vinnuhóparnir báru ábyrgð á (1) fjárfestasýn eða sölusögu, (2) markaðssetningu til fjárfesta, (3) verðmati og fjárhagsskipan, (4) lýsingu, (5) skjalagerð, (6) áreiðanleikakönnunum, (7) útboðsskipan, (8) stjórnarháttum og (9) samskiptum. Sem dæmi má nefna að sá vinnuhópur sem bar ábyrgð á fjárfestasýn eða sölusögu útbjó kynningar fyrir Íslandsbanka og greindi hvaða þættir í rekstri bankans gætu þótt eftirsóknarverðir af væntanlegum fjárfestum. Hlutverk hópsins sem sá um markaðssetningu til fjárfesta var m.a. að boða til funda með fjárfestum, bæði innlendum og erlendum, og kanna áhuga þeirra og afstöðu til mögulegs útboðs. - Í upphafi sölumeðferðarinnar þurftu m.a. að kanna hvort væntanlegir alþjóðlegir fjárfestar gætu átt viðskipti í íslenski kauphöll með hlutabréf sem væru skráð í krónum. Hópurinn sem sá um skjalagerð útbjó m.a. leiðbeiningar um samskipti við fjölmiðla af hálfu aðila, sem tengdust útboðinu, eins og Íslandsbanka, Bankasýslu ríkisins, fjármála- og efnahagsráðuneytis og eftir atvikum annarra stjórnvalda. Þá útbjó hann einnig leiðbeiningar um hvernig greiningarskýrslur, sem myndu birtast fyrir útboð, þyrftu að vera úr garði gerðar. Loksins sá hópurinn um gerð sölutryggingarsamnings (e. underwriting agreement) á milli Íslandsbanka, sem útgefanda, Bankasýslu ríkisins, sem seljanda, og allra söluráðgjafa. Funduðu ráðuneytið og Bankasýsla ríkisins um ákvæði samningsins, eins og þau birtust í fyrstu drögum, og gerði ráðuneytið engar athugasemdir þar að lútandi. Loks verður að geta verkefna vinnuhópsins um útboðsskipan, en þar voru þróaðar hugmyndir m.a. á grundvelli ákvörðunar ráðherra um útboðsstærð, lágmark og hámark þátttöku mögulegra fjárfesta, úthlutunarviðmið og hvort ætti að bjóða svokölluðum hornsteinsfjárfestum að taka þátt í útboðinu.<sup>12</sup>

---

<sup>12</sup> Hornsteinsfjárfestar eru þeir fjárfestar sem samþykkja að fjárfesta í ákveðnum hlut í útboði á birtu verðbili og jafnframt að nafn þeirra sé birt í lýsingunni. Mikilvægi þeirra birtist m.a. í því að áhætta vegna útboðsins getur lækkað og trúverðugleiki þess aukist.

Verður nú fjallað um einstaka liði í framkvæmd sölumeðferðarinnar eins og hún birtist í tímatöflu í minnisblaði stofnunarinnar, sem fylgdi tillögunni frá 17. desember 2020.

### Ráðning ráðgjafa

Fjármála- og efnahagsráðuneytið fékk Pedmore Advisors Limited til að veita ráðherra, ráðuneytinu og ráðherranefnd ráðgjöf um sölumeðferðina, eftir því sem þörf var á hverju sinni.

Í kjölfar ákvörðunar ráðherra hóf Bankasýsla ríkisins ráðningu ráðgjafa í samstarfi við Ríkiskaup. Þann 2. febrúar 2021 birtu Ríkiskaup auglýsingu Bankasýslu ríkisins á evrópska útboðsvefnum (e. Tenders Electronic Daily) þar sem óskað var eftir áhugayfirlýsingum vegna hlutverks fjármálaráðgjafa annars vegar og umsjónaraðila með sölu hins vegar. Frestur til að senda inn áhugayfirlýsingu var eigi síðar en 12. febrúar. Birti Bankasýsla ríkisins þessar áhugayfirlýsingar einnig á heimasíðu sinni. Lýstu samtals 24 aðilar sig reiðubúna til að taka að sér þessi hlutverk. Eftir að hafa yfirfarið áhugayfirlýsingarnar og óskað eftir frekari kynningu frá áhugasömum fjármálaráðgjöfum og söluráðgjöfum ákvað stofnunin fyrst að ráða STJ Advisors Group Limited („STJ“) sem sjálfstæðan fjármálaráðgjafa, sbr. tilkynningu stofnunarinnar 5. mars, og síðar Citigroup Global Markets Europe AG („Citigroup“), fyrirtækjaráðgjöf Íslandsbanka og J.P. Morgan AG („J.P. Morgan“) sem leiðandi söluráðgjafa, sbr. tilkynningu stofnunarinnar 19. mars. Ráðning þessara ráðgjafa féll ekki undir lög nr. 120/2016 um opinber innkaup.

Bankasýsla ríkisins taldi rétt og ákjósanlegast að stofnunin sem seljandi og Íslandsbanki sem útgefandi myndu ráða sameiginlega lögfræðilega ráðgjafa í tengslum við frumútboðið, m.a. á grundvelli þess að þá væri heildarlögmanskostnaður lægri, líklegri væri að frumútboðið myndi laða til sín stórar alþjóðlegar lögmennsstofur og takmarkaðir hagsmunaaðreklar væru á milli seljanda og útgefanda í ljósi 100% eignarhalds ríkissjóðs á bankanum. Var Íslandsbanki sammála þessari nálgun. Aftur á móti féll slíkt útboð undir lög nr. 120/2016 og tók því mun lengri tíma en ráðning á fjármálaráðgjafa og leiðandi söluráðgjöfum. Þann 8. febrúar birtu Ríkiskaup útboðsskjal á heimasíðu sinni, þar sem annars vegar var auglýst eftir innlendum lögmönnum og hins vegar alþjóðlegum lögmönnum með sérþekkingu á sviði alþjóðlegra frumútboða. Var skilafrestur einn mánuður, eða til 10. mars. Eftir að hafa yfirfarið tilboðskjöl þeirra og fundað með þeim lögmennsstofum sem uppfylltu skilyrði útboðsins varð niðurstaðan sú að ráða BBA Fjeldco ehf. („BBA“) og White & Case LLP („White & Case“). Samhliða ráðningu þeirra réðu svo leiðandi söluráðgjafar LOGOS slf. og Milbank LLP sem lögmenn sína.

Þar sem ljóst var að töluverðan tíma tæki að ráða sameiginlega lögfræðilega ráðgjafa í útboðsferli skv. ákvæðum laga nr. 120/2016 taldi Íslandsbanki mikilvægt að ráða til sín tímabundið alþjóðlega lögmennsstofu til undirbúnings á gerð gagnaherbergis og lýsingar, enda bar bankinn ábyrgð á efni lýsingarinnar. Bankasýsla ríkisins gerði ekki athugasemd við þá ráðstöfun og Mayer Brown International LLP („Mayer Brown“) hóf störf 18. febrúar, eða um mánuði fyrir ráðningu BBA og White & Case. Íslandsbanki réð einnig sinn eigin fjármálaráðgjafa, sér til ráðleggingar í sölumeðferðinni, og var hollenski bankinn ABN AMRO Bank N.V. fenginn til verksins þann 9. febrúar.

Þegar líða tók á sölumeðferðina þurfti að fá fleiri söluráðgjafa til starfa en þá þrjá aðila sem höfðu verið ráðnir við upphaf ferlisins. Var það gert áður en stjórnendur Íslandsbanka héldu kynningar fyrir sérfræðinga greiningardeilda söluráðgjafa. Á grundvelli kynninga og funda með þeim aðilum sem höfðu sent inn yfirlýsingar þann 12. febrúar voru níu söluráðgjafar ráðnir til starfa, þ.e. Barclays Bank Ireland PLC, HSBC Continental Europe, Fossar markaðir hf., Landsbankinn hf., Arion banki hf., Kvika banki hf., Arctica Finance hf.,

Íslenskir fjárfestar hf. og Íslensk verðbréf hf. Var ráðning þeirra tilkynnt af stofnuninni þann 19. apríl.

### **Framkvæmd áreiðanleikakannana**

Áreiðanleikakannanir ná til lagalegra, viðskiptalegra og reikningsskilalegra þátta í rekstri útgefanda, þ.e. Íslandsbanka. Slíkar kannanir eru framkvæmdar til að tryggja að allar viðeigandi upplýsingar um útgefanda sem birtar eru í lýsingu, sbr. umfjöllun hér á eftir, séu sannar og fullreifðar.

Í alþjóðlegum frumútboðum, eins og frumútboði á hlutum í Íslandsbanka, er framkvæmd áreiðanleikakannana á forræði leiðandi söluráðgjafa. Aftur á móti taka einnig þátt í gerð þeirra stjórnendur, lögmenn og endurskoðendur útgefanda ásamt lögmönnum söluráðgjafa. Í frumútboðum sem þessum nær þessi verkstraumur til allrar sölumeðferðarinnar, þ.e. frá ráðningu fyrstu ráðgjafa og til nýtingar á valréttarhlutum vegna umframeftirspurnar (e. over allotment option shares).<sup>13</sup>

### **Gerð lýsingar og umsóknar til kauphallar**

Gerð lýsingar á grundvelli áreiðanleikakannana, sem fjallað var um hér á undan, er mikilvægasti lögbundni verkþátturinn í frumútboðum á hlutabréfum sem þessum, sbr. ákvæði laga nr. 14/2020 um lýsingu verðbréfa sem boðin eru í almennu útboði eða tekin til viðskipta á skipulegum markaði.

Þar sem útgefandi ber aftur á móti ábyrgð á upplýsingum sem veittar eru í lýsingu, sbr. ákvæði 1. mgr. 4. gr. laga nr. 14/2020, var verkstraumurinn aðallega á forræði Íslandsbanka og lögfræðilegra ráðgjafa hans, sem einnig voru lögfræðilegir ráðgjafar Bankasýslu ríkisins sem seljanda, eins og áður hefur komið fram. Þar sem ákveðið hafði verið að bjóða ætti hluti í Íslandsbanka til sölu í frumútboði til fjárfesta á alþjóðlegum mörkuðum, var ljóst að gerð lýsingarinnar yrði alltaf aðallega á forræði alþjóðlegra lögmanna útgefanda af tveimur ástæðum. Annars vegar vegna þess að þannig félli frumútboðið undir verðbréfalög í Bandaríkjunum og öðrum löndum, sem setja ákveðnar skorður um tilhögun útboða til fjárfesta innan lögsögu þeirra. Hins vegar vegna þess að lýsingin í heild sinni yrði alltaf aðeins birt á ensku.

Lýsingin (e. the „Prospectus“) var gerð í samræmi við reglugerð Evrópuþingsins og ráðsins (ESB) 2017/1129 („lýsingarreglugerðin“, e. the „Prospectus Regulation“), eins og hún hafði verið innleidd í íslenskan rétt með lögum nr. 14/2020. Eins og áður sagði var seljandi hluta (e. selling shareholder) skilgreindur sem Bankasýsla ríkisins fyrir hönd ríkissjóðs (e. Icelandic State Financial Investments on behalf of the Treasury of Iceland). Þar sem lýsingin innihélt einnig mikilvægar upplýsingar um ákvarðanir ráðherra í ferlinu var haft samráð við ráðuneytið þar að lútandi. Í ljósi ábyrgðar Íslandsbanka á gerð lýsingarinnar, sem útgefandi hlutanna, og ábyrgðar Bankasýslu ríkisins, sem seljanda þeirra, þurftu bankinn og stofnunin að gefa út sérstakar ábyrgðaryfirlýsingar (e. responsibility statements), sem birtar voru á bls. 55 í lýsingunni. Ábyrgðaryfirlýsing Íslandsbanka var í eðli sínu mun víðtækari.

<sup>13</sup> Upphaf sölumeðferðar frá sjónarhóli áreiðanleikakannana gæti markast af ráðningu Mayer Brown þann 18. febrúar eða stjórnendakynningu Íslandsbanka fyrir leiðandi söluráðgjafa þann 15. mars, en endalok sölumeðferðarinnar markast af nýtingu valréttarhluta af hálfu söluráðgjafa þann 2. júlí, enda fór síðasti fundur vegna gerðar áreiðanleikakönnunarinnar fram áður en tilkynnt var um nýtingu valréttarins.

Gerð lýsingar á grundvelli áreiðanleikakannana hófst strax í kjölfar ráðningar leiðandi söluráðgjafa og lögmanna útgefanda. Í tilfalli Íslandsbanka hafði Mayer Brown umsjón með gerð fyrstu lýsingardraganna, en í kjölfar ráðningar sameiginlegra lögfræðiráðgjafa, þ.e. BBA og White & Case, tóku þeir yfir forræði á verkstraumnum. Fjármálaeftirlit Seðlabanka Íslands („FME“) staðfesti svo endanlega lýsingu þann 5. júní. Var lýsingin dagsett þann 7. júní og birt að morgni þess dags fyrir opnun áskriftartímabils. Lýsingin, sem eins og áður sagði var á ensku, var samtals 596 bls., en samantekt hennar, sem var birt á íslensku, var einungis 8 bls.

Samhliða gerð lýsingarinnar lagði stjórn Íslandsbanka inn umsókn til Kauphallarinnar um töku hlutanna til viðskipta á aðalmarkaði hennar. Þann 10. júní birti Kauphöllin svo markaðstilkynningu (e. market notice) um að hún hafi samþykkt umsókn stjórnar Íslandsbanka um töku hlutabréfa í bankanum til viðskipta á aðalmarkaði hennar, en að samþykkið væri þó háð því að félagið uppfyllti skilyrði reglna fyrir útgefendur hlutabréfa um dreifingu hlutafjár fyrir fyrsta viðskiptadag, sem áætlaður var 22. júní.

### **Frumkynningar fyrir fjárfesta**

Í alþjóðlegum frumútboðum eins og á hlutum í Íslandsbanka eru fjárfestakynningar haldnar snemma í sölumeðferðinni til þess að kanna áhuga fjárfesta og hvaða styrkleika og veikleika þeir sjá í útgefanda hlutanna, hvaða verðhugmyndir þeir hafa á hlutunum sem boðnir gætu verið til sölu, og hvort þeir hafi áhuga á að halda áfram í söluférlinu.

Frumkynningar fyrir fjárfesta eru útbúnar af hálfu leiðandi söluráðgjafa á grundvelli ítarlegra kynninga stjórnenda útgefanda, þ.e. Íslandsbanka, sem haldnar eru fyrir leiðandi söluráðgjafa í upphafi sölumeðferðar. Eins og áður hefur komið fram fór stjórnendakynning Íslandsbanka fram þann 15. mars, en frumkynningar fyrir fjárfesta fóru fram um miðjan apríl, eða um mánuði síðar.<sup>14</sup> Var um að ræða 27 fjárfundi með 58 fagfjárfestum. Í kjölfarið gerðu leiðandi söluráðgjafar svo könnun á afstöðu þeirra til Íslandsbanka og var mikill samhljómur í jákvæðri endurgjöf innlendra og alþjóðlegra fjárfesta varðandi bankann. Á þessari stundu voru fjárfestar ekki tilbúnar að gefa til kynna verðmat, en gáfu nær allir til kynna að Arion banki hf. væri það skráða félag á markaði sem væri hvað sambærilegast og taka þyrfti tillit til mismunandi arðsemi bankanna.

### **Verðmat**

Markaðsvirði í óskráðu félagi, eins og Íslandsbanki var fyrir frumútboðið, er áætlað m.a. út frá framtíðarhagnaði, arðsemi eða arðgreiðslum þess í samanburði við sambærileg skráð félög. Þar sem Arion banki hf. var það skráða félag sem var líkast Íslandsbanka var aðallega lítið til hans við nálgun á markaðsvirði bankans. Segja má að upplýsinga um áætlað markaðsvirði útgefanda í alþjóðlegum útboðum hafi verið aflað frá þremur aðilum, þ.e. fyrirtækjaráðgjöf söluráðgjafa, greiningardeildum þeirra og mögulegum fjárfestum, með tveimur mismunandi aðferðum. Annars vegar með verðmati, sem söluráðgjafar útbúa, og hins vegar verðhugmyndum, sem fjárfestar tilgreindu. Var þessara upplýsinga aflað, og þær uppfærðar, frá upphafi og til enda sölumeðferðar.

Í fyrsta lagi lágu fyrir upplýsingar um áætlað markaðsvirði Íslandsbanka frá fyrirtækjaráðgjöf leiðandi söluráðgjafa, annars vegar áður en þeir voru ráðnir til verksins og hins vegar eftir að ráðningu þeirra var lokið og sölumeðferð hófst. Þeir sem sýna því áhuga að

---

<sup>14</sup> Frumkynningar fyrir fjárfesta eru mun styttri en stjórnendakynning útgefanda og inniheldur einungis opinberar upplýsingar.

verða leiðandi söluráðgjafar gefa oft til kynna bráðabirgðaverðmat til seljanda í ráðningarferlinu. Er þetta frumverðmat gert á grundvelli opinberra upplýsinga og því eðlilega á afar breiðu bili. Eftir að ráðningu leiðandi söluráðgjafa er lokið, gera þeir fjárhagslega áreiðanleikakönnun og framkvæma verðmat á grundvelli viðskiptaáætlunar útgefanda, sem eru trúnaðarupplýsingar. Er slíkt verðmat oft framkvæmt tvisvar meðan á sölumeðferð stendur.

Í öðru lagi lágu fyrir upplýsingar um áætlað markaðsvirði bankans frá mögulegum fjárfestum, eftir kynningarfundum með stjórnendum. Slíkir fundir eiga sér stað þrisvar í sölumeðferðinni, þ.e. með tveimur umferðum kynninga fyrir tilkynningu um útboðsáform, og svo lokakynningum á áskriftartímabilinu.

Í þriðja lagi lágu fyrir upplýsingar um áætlað markaðsvirði í greiningarskýrslum greiningardeilda söluráðgjafa, sem kynntar eru fjárfestum á fundum, eftir að tilkynning um útboðsáform hefur verið gefin út. Verðmat greiningardeilda söluráðgjafa er óháð verðmati fyrirtækjaráðgjafar leiðandi söluráðgjafa. Var mat þeirra gert á grundvelli opinberra upplýsinga, en í mörgum tilfellum útbúa greiningaraðilar fjárhags- og afkomuspá fyrir undirliggjandi félag. Leiðandi söluráðgjafar afla svo í kjölfar slíkra funda upplýsinga um verðhugmyndir fjárfesta eftir fundi þeirra með greiningaraðilum.<sup>15</sup>

Við áætlun á markaðsvirði hluta í viðskiptabönkum er aðallega stuðst við tvær aðferðir. Annars vegar er miðað við hagnaðarmargfaldara (e. price to earnings ratio) og hins vegar hlutafjarmargfaldara (e. price to book ratio) að teknu tilliti til arðsemi undirliggjandi eigin fjár, þ.e. hlutafjarmargfaldarinn hækkar, eða lækkar í hlutfalli við áætlaða framtíðararðsemi. Verðmat er almennt grundvallað á samanburði við félög sem þegar hafa verið skráð og gert á þeim forsendum að nær allt hlutfé útgefanda, í þessu tilfalli Íslandsbanka, sé einnig á markaði (e. fully distributed value, FDV). Af þeim sökum er líklegt að markaðsvirði félags skv. útboðsvirði verði lægra en FDV-virði.

Samantekt á FDV-verðmati þeirra sem höfðu áhuga á því að verða leiðandi söluráðgjafar, og útbúið var í byrjun marsmánaðar, sýndi meðaltal hlutafjarmargfaldara við neðri mörk verðmats 0,89x og efri mörk 1,13x og meðaltalið 1,01x. Eftir ráðningu þriggja aðila sem leiðandi söluráðgjafa var fyrsta verðmat framkvæmt á grundvelli viðskiptaáætlunar bankans um miðjan apríl. Var þetta verðmat svo uppfært um miðjan maí.

Fyrstu kynningar fyrir fjárfesta, bæði innlenda og erlenda, áttu sér stað um miðjan aprílmánuð. Einungis innlendu fjárfestarnir tilgreindu verðhugmyndir m.v. hlutafjarmargfaldara á bilinu 0,85x til 0,90x og m.v. markaðsvirði Arion banka.<sup>16</sup> Afstaða innlendu fjárfestanna var grundvölluð á því að Íslandsbanki myndi ná arðsemismarkmiðum sínum í náinni framtíð, en þeir töldu þó að verðmat ætti að vera lægra en á hlutum í Arion banka, m.a. vegna umfangs eignarhalds ríkissjóðs eftir frumútboðið og þeirri áhættu sem fylgir frekari sölu af hálfu hans. Eftir síðari umferð kynninga fyrir fjárfesta, og áður en tilkynning um útboðsáform var gefin út, lá svo fyrir að verðhugmyndir þeirra m.v. hlutafjarmargfaldara væru á bilinu 0,70x til 0,85x.

Eftir að tilkynning um útboðsáform hafði verið gefin út að morgni 27. maí voru skýrslur greiningardeilda birtar. Í þremur skýrslum mátti finna FDV-verðmat á grundvelli áætlaðs hagnaðar Íslandsbanka árið 2023, skv. afkomuspá sömu greiningardeilda. Að meðaltali var

<sup>15</sup> Má því í raun segja að upplýsinga um verðhugmyndir fjárfesta sé aflað fjórum sinnum í sölumeðferðinni.

<sup>16</sup> Eftir síðari umferð kynninga fyrir fjárfesta lá aftur á móti fyrir að verðmat alþjóðlegra fjárfesta var að hámarki 0,80x.

hlutfjármargfaldari neðri marka verðmats þeirra 0,89x og efri marka 1,25x og meðaltalið 1,07x.<sup>17</sup>

### **Yfirferð og staðfesting Fjármálaeftirlitsins á lýsingu**

Samkvæmt ákvæðum 3 mgr. 5. gr. laga nr. 14/2020 hefur FME umsjón með staðfestingu á lýsingum og er óheimilt að birta lýsingu fyrr en að FME hefur staðfest hana. Í ljósi umfangs þess verkefnis að útbúa lýsingu og afla staðfestingar hennar hefur þeirri vinnureglu verið komið á að senda fyrstu drög að lýsingu til FME eins fljótt og mögulegt er til að afla endurgjafar á atriðum eins og hversu fullnægjandi upplýsingagjöf gæti verið o.s.frv.

Fyrstu drög að lýsingunni voru send til FME þann 12. apríl, eða tæpum þremur vikum eftir að White & Case og BBA komu til starfa og rúmum sjö vikum frá ráðningu Mayer Brown. Tók yfirferð FME á fyrstu drögum tvær vikur, eða 10 viðskiptadaga. Næstu drög voru svo send til FME þann 7. maí, eða tveimur dögum eftir birtingu uppgjörs Íslandsbanka fyrir fyrsta ársfjórðung 2021. Fleiri drög þar sem fram komu minni háttar athugasemdir voru svo send í framhaldinu. Lokaútgáfa lýsingar var á endanum staðfest af FME þann 5. júní.

### **Lokakynningar fyrir fjárfesta**

Síðari umferð kynninga Íslandsbanka fyrir fjárfestum fór fram um miðjan maí. Var annars vegar um að ræða ítarlegar kynningar fyrir innlenda fjárfesta, sem allir höfðu tekið þátt í fyrri umferð kynninga, og hins vegar styttri kynningar fyrir erlenda fjárfesta, sem taldir voru líklegir til að taka þátt í frumútboðinu eða höfðu tekið þátt í fyrri umferð kynninga.

Engar upplýsingar komu fram á þessum fundum sem gáfu til kynna að ekki ætti að halda áfram með sölumeðferðina og stíga ætti næstu skref, þ.e. taka ákvörðun um þátttöku hornsteinsfjárfesta og birta yfirlýsingu um skráningaráform.

### **Birting yfirlýsingar um skráningaráform**

Segja má að birting yfirlýsingar um skráningaráform sé mikilvægasta ákvörðun sem tekin er í alþjóðlegu frumútboði, þar sem erfitt er að snúa af leið eftir að slík yfirlýsing hefur verið gefin út. Að höfðu samráði við ráðherra var ákvörðun þar að lútandi tekin af hálfu Bankasýslu ríkisins og Íslandsbanka og birt með tilkynningu dags. 27. maí á sérstakri útboðssiðu bankans.

Var tilkynningin birt bæði á ensku og íslensku. Í tilkynningunni var m.a. vísað til ummæla ráðherra: „Skráning Íslandsbanka á markað er mikilvægt skref í þá átt að draga úr umtalsverðu eignarhaldi íslenska ríkisins á fjármálamarkaði og mun veita ríkinu skýrt fordæmi í þá átt að selja það sem eftir stendur af eignarhlut í bankanum. Með þessum áfanga færumst við nær heilbrigðara umhverfi á fjármálamarkaði, eins og sjá má hjá nágrönnum okkar á Norðurlöndum.“

Í bréfi sama dag gerði Bankasýsla ríkisins ráðherra grein fyrir næstu skrefum í sölumeðferðinni. Þannig væru fram undan fundir fulltrúa greiningardeilda söluráðgjafa með væntanlegum fjárfestum og yrðu viðbrögð fjárfestanna tekin til skoðunar þegar ákvörðun yrði tekin um næstu skref í sölumeðferðinni, eins og birtingu lýsingar með verð- og magnbili. Eftir birtingu lýsingar myndi svo áskriftartímabil hefjast og að því loknu mundi stofnunin skila

---

<sup>17</sup> Verðmat eða verðhugmyndir á grundvelli hlutfjármargfaldara, sem lágu fyrir áður en Íslandsbanki birti uppgjör fyrsta ársfjórðungs þann 5. maí, miða við eigið fé hluthafa þann 31. desember 2020, en annars 31. mars 2021.



rökstuddu mati til ráðherra, sem tæki svo lokaákvörðun um afstöðu til tilboða, sbr. ákvæði 4. gr. laga nr. 155/2012.

Strax eftir birtingu tilkynningar um útboðsáform að morgni 27. maí var skýrslum níu greiningardeilda dreift til hæfra fjárfesta í samræmi við leiðbeiningar þar að lútandi. Fundir greiningardeilda með fjárfestum áttu sér stað á tímabilinu frá 28. maí til 3. júní. Á þessu tímabili öfluðu bæði leiðandi söluráðgjafar og fjármálaráðgjafi Bankasýslu ríkisins endurgjafar frá fundunum, m.a. um verðhugmyndir fjárfesta og áhuga á að verða hornsteinsfjárfestar, þannig að allir aðilar væru sem best upplýstir um afstöðu fjárfesta til fyrirhugaðs útboðs áður en að ákvörðun um birtingu lýsingar væri tekin.

### Öflun tilboða og úthlutun áskriftarloforða

Eins og áður sagði var lýsingin vegna útboðsins samþykkt af FME þann 5. júní. Á grundvelli endurgjafar frá fjárfestum eftir fundi þeirra með greiningardeildum, átti ráðherra fund með Bankasýslu ríkisins þann 2. júní um helstu atriði varðandi næstu skref, þ.m.t. lykilaatriði í lýsingu. Í kjölfar þess samráðs var ákveðið að taka næstu skref í sölumeðferðinni og birta lýsinguna. Í henni kom fram að hefja ætti útboð á 25% til 35% af hlutafé í bankanum á bilinu frá 71 kr. til 79 kr. á hvern hlut, eða á hlutafjármargfaldarabilinu frá 0,77x til 0,86x, og að bjóða ætti fjórum fjárfestum að verða hornsteinsfjárfestar í útboðinu, tveimur innlendum og tveimur erlendum.<sup>18</sup>

Öflun tilboða, þ.e. áskriftartímabilið, hófst að morgni mánudagsins 7. júní, strax eftir birtingu lýsingarinnar, sem átti sér stað fyrir opnun markaða þann dag.

Kom fram í lýsingunni að áskriftartímabilinu myndi ljúka á hádegi þriðjudaginn 15. júní. Í lýsingunni kom einnig fram að sjóðir í stýringu Capital World Investors annars vegar og RWC Asset Management LLP hins vegar, ásamt Gildi lífeyrissjóði og Lífeyrissjóði verslunarmanna, yrðu hornsteinsfjárfestar. Þá kom einnig fram í lýsingunni að tekið væri við áskriftum allt niður í 50.000 kr.<sup>19</sup>

Öflun tilboða gekk vel þegar litið er til frumútboða, þar sem stofnunin og bankinn tilkynntu í lok fyrsta dags áskriftartímabils að áskriftir hefðu borist fyrir þeim hlutum sem í boði voru í útboðinu umfram efri mörk útboðsstærðar, þ.m.t. valréttarhluti, á öllu verðbilinu. Þá tilkynnti Bankasýsla ríkisins þann 14. júní, þ.e. degi fyrir lok áskriftartímabilsins, að umsjónaraðilar útboðsins hafi ráðlagt leiðbeinandi lokaverð fyrir útboðið sem nemi 79 kr. á hvern hlut, þ.e. efstu mörk bilsins í lýsingu, og að líkur séu fyrir því að lægri tilboð yrðu ekki samþykkt.

Grundvallarviðmið um úthlutun (e. allocation principles) voru birt í lýsingunni (bls. 255-256). Í þeim hluta kom fram að við úthlutun áskrifta yrði farið eftir ákvörðun ráðherra, þ.m.t. ábendingum þingnefnda, og markmiðum og meginreglum viðeigandi laga. Þannig kom fram að áskriftir undir einni milljón króna yrðu ekki skertar, nema ef fjöldi slíkra áskrifta væri slíkur að undirliggjandi fjárhæð væri hærri en hámarks útboðsfjárhæð.

Eftir að áskriftartímabili lauk lá svo fyrir að áskrifta hefði verið aflað fyrir samtals 485,9 ma.kr. frá 23.819 aðilum. Að fjárhæð nam hlutfall áskriftarloforða innlendra aðila 79,9%, en erlendra aðila 20,1%. Fjöldi innlendra áskrifenda var mun hærri enda hlutirnir ekki boðnir almenningi til sölu í öðrum löndum en á Íslandi, en samtals 47 alþjóðlegir fagfjárfestar skráðu

<sup>18</sup> Sjá nánari umfjöllun síðar í skýrslunni.

<sup>19</sup> Til samanburðar nam lágmarksfjárhæð áskriftar 100.000 kr. bæði í frumútboði Síldarvinnslunnar hf., skv. lýsingu dags. 3. maí 2021, og útboði Icelandair Group hf., skv. lýsingu dags. 8. september 2020.

sig fyrir hlutum í útboðinu. Af þeim innlendu einstaklingum sem skráðu sig fyrir hlutum voru 15.592 sem skráðu sig fyrir fjárhæð sem nam einni milljón króna eða lægra.

Úthlutun til áskrifenda hófst svo eftir lok áskriftartímabilsins og eftir samþykki ráðherra fyrir tilhöguninni.<sup>20</sup> Var ljóst að í kjölfar útboðsins væri Íslandsbanki með fleiri hluthafa en nokkurt annað skráð félag á Íslandi auk þess að hafa fjölbreyttasta eigandahópinn með eitt hæsta hlutfall erlendra hluthafa.

### Afstaða ráðherra til tilboða og ákvarðanir um verð, magn og úthlutun

Í 2. mgr. 4. gr. laga nr. 155/2012 er kveðið á um að „[þegar] tilboð í eignarhlut liggja fyrir skal Bankasýsla ríkisins skila ráðherra rökstuddu mati á þeim“. Þá segir einnig að „[ráðherra] [taki] ákvörðun um hvort tilboð skuli samþykkt eða þeim hafnað og undirritar samninga fyrir hönd ríkisins um sölu eignarhlutarins.“<sup>21</sup>

Þegar þessi ákvæði laganna eru sett í samhengi við viðteknar venjur í alþjóðlegum hlutafjárútboðum er ljóst að ráðherra þurfi að koma að fleiri ákvörðunum en þeirri að samþykkja eða hafna lokatilboði. Í fyrsta lagi þarf ráðherra að samþykkja úthlutun áskriftarloforða til hvers og eins hornsteinsfjárfestis, enda má líta á undirritun samninga þar að lútandi sem skilyrt framsal á eignum ríkisins. Í öðru lagi þarf ráðherra að samþykkja það verðbil sem birtist í lýsingu fyrir útboðið dags. 7. júní, enda markar bilið það verð sem ráðherra er tilbúinn að selja hvern hlut á. Í þriðja lagi þarf ráðherra að samþykkja lokaverð, magn seldra bréfa og lokaúthlutun áskriftarloforða.

Þann 3. júní átti ráðherra fund með Bankasýslu ríkisins, þ.e. fyrir birtingu lýsingar, til að fara yfir hugmyndir stofnunarinnar um verðbil fyrir útboðið annars vegar og hins vegar um úthlutun til fjögurra hornsteinsfjárfesta, bæði erlendra og innlendra. Þann 4. júní sendi Bankasýsla ríkisins svo bréf þar sem stofnunin kynnti ráðherra endanlega tillögu stofnunarinnar varðandi úthlutun til hornsteinsfjárfesta. Í bréfinu kom m.a. fram rökstuðningur hennar fyrir því hvers vegna rétt væri að víkja frá viðmiðum ráðherra í ákvörðun frá 29. janúar að úthluta stærri hlut en 3,0% til sjóða í stýringu Capital World Investors. Rökstuddi stofnunin slíka úthlutun til Capital World Investors á grundvelli orðspors þess fjárfestis og að aðkoma hans myndi efla innlendan fjármálamarkað og hafa jákvæð áhrif á eftirspurn eftir hlutum í bankanum. Með bréfi sama dag veitti ráðherra Bankasýslu ríkisins umboð til að ljúka samningum við hornsteinsfjárfesta í samræmi við efnistöð bréfs stofnunarinnar og gerði ekki athugasemdir við tillögu stofnunarinnar frá fundinum 3. júní um verðbil útboðsins, þ.e. frá 71 kr. á hlut til 79 kr. á hlut. Mynd 3 sýnir áætlað útboðsvirði seldra hluta, markaðsvirði alls hlutafjár og undirliggjandi hlutafjármargfaldara fyrir verð á hvern hlut á bilinu 71 kr. til 79 kr.

*Mynd 3 Útboðsvirði, markaðsvirði og hlutafjármargfaldari m.v. verð á hvern hlut (ma.kr.)*

Verð per hlut	71 kr.	72 kr.	73 kr.	74 kr.	75 kr.	76 kr.	77 kr.	78 kr.	79 kr.
Útboðsvirði (35%)	49,7	50,4	51,1	51,8	52,5	53,2	53,9	54,6	55,3
Markaðsvirði	142	144	146	148	150	152	154	156	158
Hlutafjármargfaldari	0,77x	0,78x	0,79x	0,80x	0,81x	0,82x	0,83x	0,84x	0,86x

<sup>20</sup> Sjá nánari umfjöllun síðar.

<sup>21</sup> Í athugasemdum við frumvarpið, sem síðar varð að lögum, kemur fram að „[gert sé] ráð fyrir að ráðherra geti falið Bankasýslu ríkisins að annast endanlegan frágang vegna sölu eignarhluta“.

Samsvaraði verðbilið hlutafjármargfaldara á bilinu frá 0,77x til 0,86x. Var verðbilið ákvarðað þannig að neðri mörk þess myndu laða að útboðinu verulegan fjölda áskrifta, en efri mörk voru miðuð við það hámarksverð sem hornsteinsfjárfestar voru tilbúnir að greiða fyrir hlutinn.

Á hádegi þann 15. júní lauk áskriftartímabilinu, þannig að fyrir lágu upplýsingar um fjölda áskrifenda og áskriftarverð á hvern hlut. Bankasýsla ríkisins og Íslandsbanki tilkynntu þann 7. júní, þ.e. í lok fyrsta dags áskriftartímabilsins, að áskriftir hefðu borist fyrir þeim hlutum sem í boði voru í útboðinu umfram efri mörk útboðsstærðar, þ.m.t. valréttarhluti, á öllu verðbilinu og varð því snemma ljóst að lokaverð yrði nær efri mörkum verðbilsins. Þá ráðlögðu umsjónaraðilar útboðsins leiðbeinandi lokaverð fyrir útboðið daginn fyrir lok áskrifta sem nam 79 kr. á hvern hlut og að líkur væru fyrir því að lægri tilboð yrðu ekki samþykkt. Var þannig ljóst að lokaverð yrði 79 kr. á hvern hlut, en eftir átti að ákvarða endanlegan fjölda hluta sem átti að selja í útboðinu og úthlutun til einstakra áskrifenda.

Eftir lokun áskriftartímabilsins á hádegi 15. júní ritaði Bankasýsla ríkisins ráðherra bréf þar sem kom fram tillaga stofnunarinnar um að lokaverð yrði 79 kr. á hvern hlut og að 700 milljón hlutir yrðu seldir, eða 35,0% af hlutafé bankans. Færði stofnunin rökstutt mat fyrir tillögu sinni, sbr. ákvæði 2. mgr. 4. gr. laga nr. 155/2012, og vísaði þar m.a. til forgangsmeginreglu ákvæða 3. gr. laga nr. 155/2012 um „hagkvæmni“, þ.e. „að leitað sé hæsta verðs eða markaðsverðs fyrir eignarhluti“ og að seldir hlutir í útboðinu myndu nema að hámarki 35% af hlutafé, sbr. ákvörðun ráðherra og þingnefnda um útfærslur á útboðinu. Þá myndi sala á 35% hlut styðja enn frekar við markmið um dreift eignarhald, draga enn frekar úr áhættu ríkissjóðs vegna eignarhalds á fjármálafyrirtækjum og auðvelda frekari sölu.

Í bréfinu var einnig lögð fram tillaga að úthlutun áskriftarloforða með vísan í ákvörðun ráðherra frá 29. janúar, meginreglur sölumeðferðar sbr. ákvæði 3. gr. laga nr. 155/2012 og markmið stofnunarinnar sbr. ákvæði 3. mgr. 1. gr. og i. liðar 4. gr. laga nr. 88/2009. Var tillaga stofnunarinnar svohljóðandi um úthlutun á milli alþjóðlegra og innlendra fjárfesta:

- *Að alþjóðlegum fjárfestum verði úthlutað 30% til 32,5% af 700 milljón hlutum.*
- *Að innlendum fjárfestum verði úthlutað 67,5% til 70% af 700 milljón hlutum.*  
Til viðbótar lagði stofnunin fram nánari tillögu varðandi úthlutun til innlendra fjárfesta:
- *Að einstaklingum verði úthlutað 32,2% af 700 milljón hlutum.*
- *Að langtímafjárfestum verði úthlutað 32,0% til 37,0% af 700 milljón hlutum.*
  - *Af þeirri úthlutun verður íslenskum lífeyrissjóðum úthlutað 28,0% til 30,0% en öðrum, svo sem skráðum verðbréfasjóðum og tryggingafélögum, úthlutað 6,0% til 8,0%.*
- *Að fagfjárfestum verði úthlutað 1,5% til 2,0% af 700 milljón hlutum.*

Því til viðbótar kom fram eftirfarandi rökstuðningur í bréfinu:

*„Stofnunin telur rétt að úthluta einstaklingum á þann hátt að þeim verði tryggð lágmarks úthlutun að fjárhæð ein milljón króna í samræmi við ákvörðun ráðherra. Með því er tryggt dreift eignarhald.*

*Stofnunin telur jafnframt rétt að úthluta hærri hlutdeild til alþjóðlegra fjárfesta, þ.e. 30,0% til 32,5%, heldur en sem samsvarar hlutfalli áskrifta þeirra, þ.e. 20,1%. Telur stofnunin slíka úthlutun samræmast markmiðum um dreifða eignaraðild, fjölbreyttara eignarhald og eflingu fjármálamarkaða.*

*Bankasýsla ríkisins telur að þátttaka virtra alþjóðlegra langtímafjárfesta sé til þess fallin að auka áhuga þeirra sem og annarra alþjóðlegra fjárfesta á Íslandi. Þá er viðbúið að þátttaka alþjóðlegra fjárfesta sé til þess fallin að auka samkeppni og auðvelda frekari sölu á eignarhlutum ríkisins og gæta þannig að langtímasjónarmiðum um áhættu vegna eignarhalds. Að sama skapi getur framangreint leitt til þess að skerða verði alveg áskriftir alþjóðlegra skammtímafjárfesta sem fá svo lítið úthlutað að verulegar líkur eru á því að þeir selji fljótlega úthlutun sína, með mögulegum neikvæðum afleiðingum á eftirmarkaði. Þá telur stofnunin að áskriftarloforð alþjóðlegra langtímafjárfesta séu í fullu samræmi við bolmagn og áhuga, á meðan dæmi virðast vera um að áskriftir á meðal innlendra fjárfesta geti verið mun hærri en raunveruleg fjárfestingargeta þeirra. Jafnframt liggur fyrir að stofnunin mun úthluta mun meira til alþjóðlegra langtímafjárfesta en alþjóðlegra skammtímafjárfesta, en í slíkum tilvikum byggir úthlutun á virkri aðkomu þessara aðila að sölufurðinu.“*

Með bréfi síðar um daginn féllst ráðherra á tillögu stofnunarinnar og veitti henni umboð til að ljúka sölumeðferð í samræmi við hana.

## Aðrir þættir

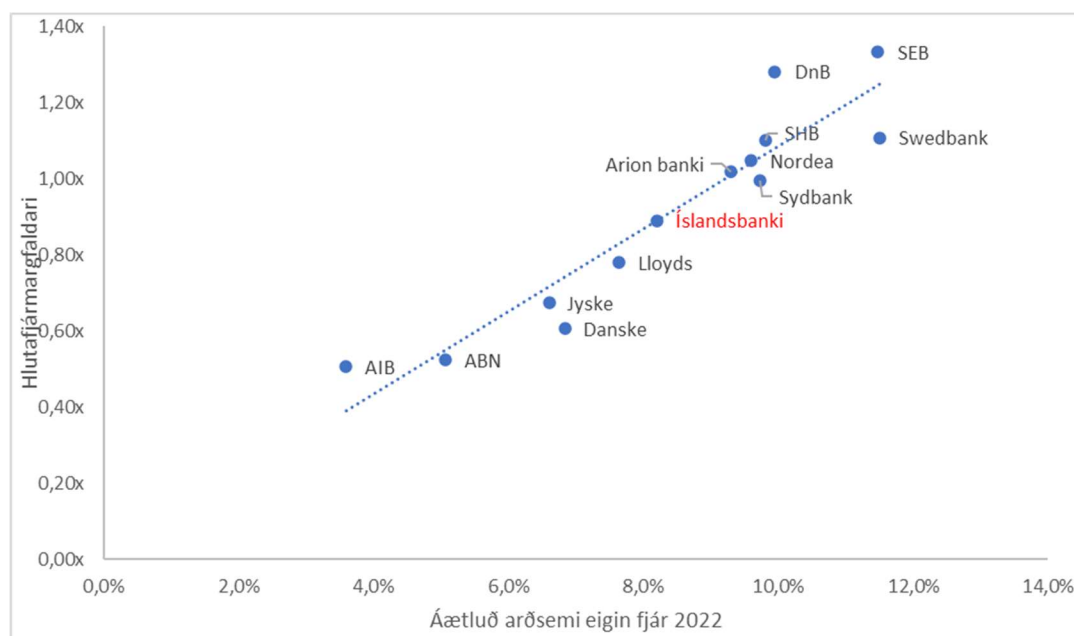
### Inngangur

Í þessum hluta verður fjallað um aðra þætti útboðsins, eins og fjárhagslega niðurstöðu, uppgjör viðskipta, kostnað, áhrif á stöðu ríkissjóðs og þróun afkomu og markaðsvirðis Íslandsbanka eftir útboðið.

### Fjárhagsleg niðurstaða

Samtals voru 699.999.993 hlutir seldir í útboðinu á 79 kr. hvern hlut og nam brúttó söluandvirði því 55,3 ma.kr. Markaðsvirði hlutafjár í Íslandsbanka eftir útboðið var 158,0 ma.kr. og samsvaraði hlutafjármargfaldaranum 0,86x m.v. bókfært eigið fé hluthafa þann 31. mars 2021 og hagnaðarmargfaldaranum 10,1x m.v. áætlaðan hagnað 2022 skv. spám greiningaraðila. Mynd 4 sýnir verðmat á hlutabréfum í bönkum í Norður-Evrópu þann 31. maí sl. í samanburði við áætlaða arðsemi. Á myndinni sést mikil fylgni á milli áætlaðrar arðsemi fyrir árið 2022 og hlutafjármargfaldara. Þennan dag voru hlutir í Arion banka verðlagðir á rúmlega bókfærðu virði, og áætluð arðsemi eigin fjár 2022 9,3%.

Mynd 4 Verðmat á hlutum í bönkum í Norður-Evrópu 31. maí 2021<sup>22</sup>



Samkvæmt spám greiningaraðila var arðsemi eigin fjár Íslandsbanka áætluð 8,2% á árinu 2022. Ef hlutafjármargfaldari Íslandsbanka hefði verið ákvarðaður m.v. þessa arðsemi hefði markaðsvirði hluta í bankanum samsvarað hlutafjármargfaldaranum 0,89x. Af þeim sökum

<sup>22</sup> Heimild: Bloomberg. Fylgni ( $r^2$ )=0,88.  $\text{Hlutafjármargfaldari} = 10,838 \cdot \text{áætluð arðsemi} + 0,0019$ . Athuga ber að Bloomberg reiknar hlutafjármargfaldara Arion banka lægra en Keldan.

virðist útboðsvirði hlutanna hafa verið viðunandi í samanburði við verðmat á hlutum í bönkum í Norður-Evrópu á sama tíma.

Sams konar ályktun má draga af verðsamanburði m.v. hagnaðarmargfaldara, sem sjá má í Mynd 5. Sýnir taflan að þrátt fyrir að útboðsvirði Íslandsbanka hafi verið lægra út frá hagnaðarmargfaldara en hjá Arion banka, eins og eðlilegt er í samanburði við markaðsvirði félags sem hefur alla hluti á markaði, þá var hagnaðarmargfaldarinn m.v. áætlaðan hagnað 2021 hærri en hjá norrænum bönkum.

*Mynd 5 Samanburður á útboðsvirði Íslandsbanka og markaðsvirði sambærilegra banka m.v. hagnaðarmargfaldara<sup>23</sup>*

Samanburðarár	2021	2022	2023
Íslandsbanki	11,6x	10,1x	9,1x
Arion banki	11,9x	12,2x	9,9x
Stórir norrænir bankar	11,1x	10,3x	9,6x
Litlir og meðalstórir norrænir bankar	11,0x	10,2x	9,5x

Að lokum er einnig unnt að líta til verðmats m.v. sögulega afkomu. Þann 31. maí sl. nam markaðsvirði Arion banka 223,4 ma.kr. skv. Bloomberg og samsvaraði það 10,8x hagnaði síðustu tólf mánaða þar á undan, sem var 20,7 ma.kr. Til samanburðar var markaðsvirði Íslandsbanka 158,0 ma.kr., en það samsvaraði 13,5x hagnaði síðustu tólf mánaða þar á undan, sem var 11,7 ma.kr.

#### Kostnaður

Beinn kostnaður vegna útboðsins nam samtals 1.704,2 ma.kr., eða 3,1% af söluandvirði. Er hér ekki tekið tillit til hækkunar á rekstrarkostnaði stofnunarinnar eða viðbótarkostnaði hjá fjármála- og efnahagsráðuneytinu, sem í báðum tilfellum var óverulegur í samhengi við heildarkostnað.<sup>24</sup>

Í samræmi við viðtekna venjur við frumútboð af þessari stærð og gerð samanstóð kostnaðurinn af þóknunum til söluráðgjafa, þóknun til fjármálaráðgjafa, endurgreiðslu á erlendum og innlendum lögmanskostnaði söluráðgjafa, hlutdeild stofnunarinnar í sameiginlegum erlendum og innlendum lögmanskostnaði seljanda og útgefanda samkvæmt áðurnefndum samningi þar á milli og endurgreiðslu til söluráðgjafa á útlögðum kostnaði þeirra vegna útboðsins og svo virðisaukaskatti. Stærsti einstaki kostnaðarliðurinn var sölupóknun til söluráðgjafa, sem nam 2,5% af útboðsvirði, eins og fram kom í lýsingu. Samanstóð sölupóknunin af grunnþóknun (e. base fee), sem nam 1,5% af útboðsvirði, og valkvæðri þóknun (e. discretionary fee), sem nam allt að 1,0% af útboðsvirði. Stofnunin ákvað að greiða valkvæða þóknun að fullu í ljósi góðrar niðurstöðu útboðsins, ekki síst hvað varðar fjölda og stærð tilboða. Innifalið í þóknunum til söluráðgjafa var einnig greiðsla uppgjörsgjalds fyrir hvern áskrifanda sem hlaut úthlutun í frumútboðinu. Af heildarkostnaði við útboðið var sölupóknunin 1.382,5 m.kr. en annar kostnaður 321,7 m.kr., þar af 4,3 m.kr. í virðisaukaskatt.

<sup>23</sup> Heimild: Bankasýsla ríkisins.

<sup>24</sup> Samkvæmt bráðabirgðaniðurstöðu rekstrarreiknings Bankasýslu ríkisins fyrir fyrstu níu mánuði ársins nam rekstrarkostnaður stofnunarinnar 63,4 m.kr. en 60,5 m.kr. á sama tíma á árinu áður.

Bankasýsla ríkisins gerði drög að frumkostnaðaráætlun 12. febrúar, sem voru svo uppfærð 23. mars, eftir að ráðning helstu ráðgjafa og drög að samkomulagi við Íslandsbanka lágu fyrir. Samkvæmt uppfærðri kostnaðaráætlun gæti sölubóknunin, þ.e. breytilegur kostnaður, numið 1.286,6 m.kr. en annar kostnaður, þ.e. fastur kostnaður, numið 293,3 m.kr. Áætlunin gerði ráð fyrir því að 35% hlutur yrði seldur í bankanum á hlutafjármargfaldaranum 0,80x, en ekki 0,86x eins og raunin varð á og því varð raun sölubóknun hærrí en gert var ráð fyrir. Annar kostnaður, sem varð 321,7 m.kr., var því 28,4 m.kr., eða 9,7% hærrí en uppfærð kostnaðaráætlun gerði ráð fyrir. Munar þar mestu um uppgjörsgjald, sem var mun hærrí en gengur og gerist í frumútboðum vegna fjölda áskrifenda sem hlutu úthlutun. Mynd 6 sýnir yfirlit yfir söluandvirði hluta og inngreiðslur þeirra, kostnað og greiðslur til ríkisins:

*Mynd 6 Uppgjör varðandi sölu hluta, kostnað og greiðslur til ríkisins (fjárhæðir í kr.)*

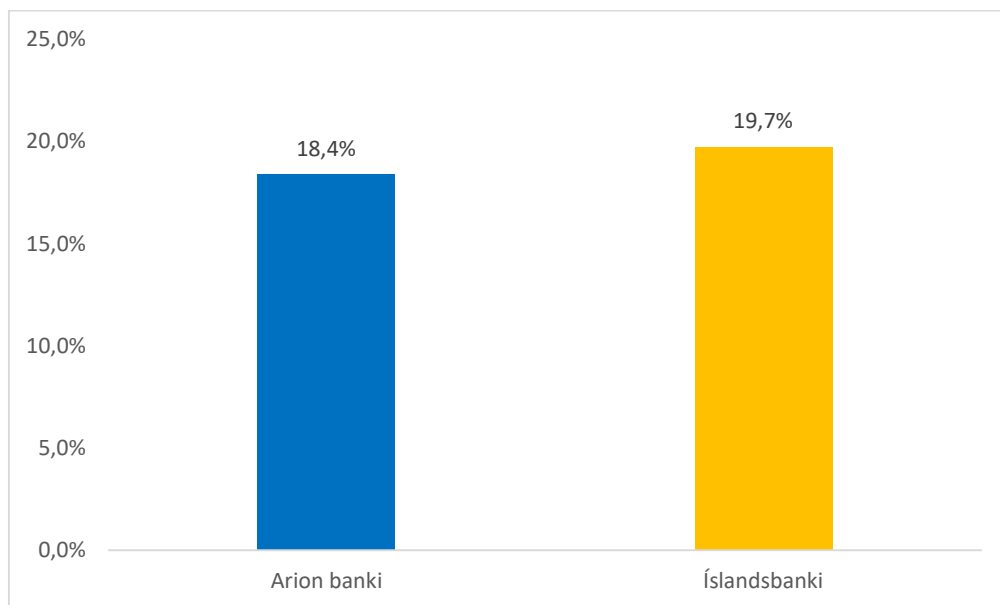
Sala hluta	Fjárhæð	Greiðslur til ríkisins	Fjárhæð
Útboð 15. júní	55.221.149.073	Lagt inn 12. ágúst	20.000.000.000
Sala 5. júlí	107.046.869	Lagt inn 30. ágúst	25.000.000.000
<b>Samtals</b>	<b>55.328.195.942</b>	Lagt inn 23. september	8.653.589.361
Kostnaður eftir sölu	-1.674.606.581		
<b>Hreint söluandvirði</b>	<b>53.653.589.361</b>	<b>Heildar greiðslur</b>	<b>53.653.589.361</b>

### Þróun á markaðsvirði eftir útboð

Eins og áður sagði var ákvörðun um verðbil útboðs, þ.e. 71 kr. til 79 kr. á hvern hlut, tekin 3. júní. Lokaverð hluta í Arion banka þann dag var 136 kr. á hvern hlut. Þegar áskriftartímabili lauk 15. júní hafði lokaverð hluta í Arion banka aftur á móti hækkað í 145,75 kr. á hvern hlut, eða um 7,2%.

Hlutir í Íslandsbanka voru teknir til viðskipta þann 22. júní sl. Eftir lokun markaða þann dag hafði verð á hvern hlut hækkað í 94,6 kr., eða um 19,7%. Er ekki óvenjulegt að hlutir hækki sem því nemur á fyrsta degi viðskipta. Þannig hækkaði verð hluta í Arion banka um 18,4% á fyrsta viðskiptadegi með hluti í þeim banka 15. júní 2018.<sup>25</sup>

*Mynd 7 Verðbreyting á hlutum á fyrsta viðskiptadegi í kauphöll eftir frumútboð<sup>26</sup>*

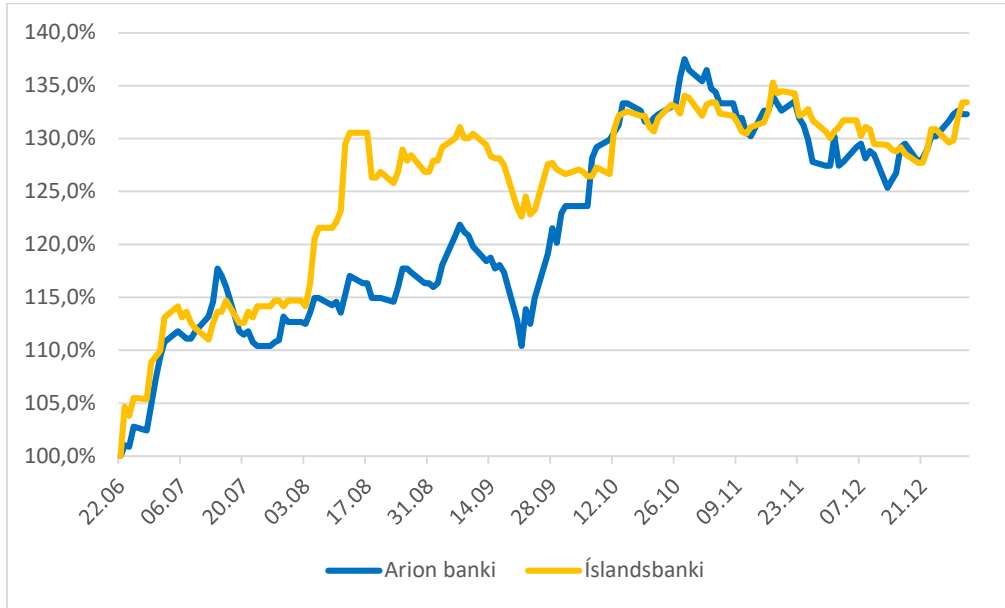


Frá fyrsta viðskiptadegi og til ársloka 2021 hækkuðu hlutir í Íslandsbanka um 33,4%, úr 94,6 kr. í 126,2 kr., en til samanburðar hækkuðu hlutir í Arion banka um 32,2% á sama tímabili. Er því ljóst að mikil fylgni er á milli hlutabréfaverðs í þessum tveimur bönkum. Rekja má hækkun hluta beggja bankanna til batnandi afkomu þeirra á tímabilinu og almennra hækkana hlutabréfa á markaði hérlandis og erlendis, ekki síst hlutabréfa fjármálafyrirtækja. Þannig hækkaði hlutafjármargfaldari Arion banka úr 1,15x í 1,51x og Íslandsbanka úr 1,02x í 1,28x á þessu tímabili.

<sup>25</sup> Fræðimenn (e. academics) hafa m.a. rakið hækkanir á hlutum eftir frumútboð til ósamhverfra upplýsinga á markaði.

<sup>26</sup> Heimild: Bloomberg.



*Mynd 8 Þróun á hlutabréfaverði í Arion banka og Íslandsbanka frá 22. júní 2021*

## Viðauki

### Viðmið ráðherra við ákvörðun um að hefja sölumeðferð

#### Inngangur

Í þessari samantekt verður reifað hvernig sölumeðferðinni var hagað í samræmi við ákvörðun ráðherra.

Með ákvörðun ráðherra var Bankasýslu ríkisins falið, í samráði við ráðuneytið, að tryggja að útfærslur á útboðs- og úthlutunarskilmálum verði í samræmi við ábendingar sem fram koma í umsögnum þingnefndanna eins og kostur er og að færð verði viðunandi rök fyrir því ef víkja þurfi frá þeim að verulegu leyti, sbr. eftirfarandi:

- Að stuðlað verði að aukinni samkeppni á fjármálamarkaði.
- Að lagður verði grunnur að dreifðu eignarhaldi og fjölbreytileika í eigendahópi Íslandsbanka.
- Að tryggt verði að tilboðsgjafar í hluti undir ákveðinni krónutölu (a.m.k. einni milljón króna að markaðsvirði) verði ekki fyrir skerðingu ef umframeftirspurn verður í útboðinu.
- Að sett verði hámark á hlut hvers tilboðsgjafa, t.d. 2,5–3,0% af heildarhlutafé bankans.
- Að sett verði lágmark og hámark á þann hlut í bankanum sem ríkið býður til kaups í útboðinu, t.d. þannig að lágmark verði 25% og hámark 35%.
- Að kanna hvort það samræmist markmiðum ríkisins um hámerkun ábata af eignarhaldi og sölu á hlutum í Íslandsbanka að hann greiði út arð fyrir útboðið umfram 3-4 ma.kr. og ef það teljist ekki ráðlegt að færð séu viðunandi rök fyrir því áliti.

Voru áherslum í ákvörðun ráðherra gerð skil í lýsingunni og lögðu þau einnig grunninn að úthlutunarviðmiðum (e. allocation principles) sem leiðandi söluráðgjöfum var gert að hafa í huga við gerð tillögu um úthlutun.

#### Aukin samkeppni á fjármálamarkaði

Í samræmi við áherslur ráðherra og eigandastefnu ríkisins fyrir fjármálafyrirtæki var mikilvægt að tryggja að salan myndi auka samkeppni á fjármálamarkaði. Að þessu leyti er einnig að finna áherslur á virka samkeppni í ákvæðum laga nr. 88/2009 og í sátt Bankasýslunnar við yfirtökuna á 95% hlut í Íslandsbanka.

Í fyrsta lagi var lagt til að salan færi fram með frumútboði, en ekki sölu til annars fjármálafyrirtækis, sem hefði gengið í berhögg við ákvörðun ráðherra. Í öðru lagi var lögð áhersla á að öll fjármálafyrirtæki með viðeigandi starfsleyfi fengju tækifæri til að bjóða sig fram sem fjármála- eða söluráðgjafar stofnunarinnar. Var það gert í opnu og gagnsæju ráðningarferli, sem fór fram með aðstoð Ríkiskaupa. Í þriðja lagi var lögð áhersla á að ráða sem flest innlend fjármálafyrirtæki til verksins til að styðja við innlendan fjármálamarkað. En þrátt fyrir að hlutdeild hvers og eins yrði að meðaltali lág var samt ljóst að salan yrði stærsta frumútboð á íslenskum hlutabréfamarkaði og næststærsta hlutafjárútboð íslensks félags. Á endanum voru átta innlend fjármálafyrirtæki ráðin sem söluráðgjafar. Í fjórða lagi var fyrirkomulag þóknunargreiðslna þannig að hluti þóknunar var valkvæður, þ.e. allt að 1% af söluandvirði, og ákvarðaður á grundvelli framlags hvers og eins söluráðgjafa. Í fimmta lagi

má segja að með því að skrá hluti í bankanum einungis á innlendum markaði í stað tvíhliða skráningar á innlendum og erlendum markaði, hafi innlendir hlutabréfamarkaður verið eflur til muna. Þannig er augljóst að öll viðskipti með hluti sem þegar hafa verið seldir á eftirmarkaði muni einungis fara fram innanlands. Þá er einnig ljóst að í ljósi farsællar niðurstöðu útboðsins muni ekki vera þörf á því að skrá hlutina á erlendum markaði í tengslum við frekari sölu á eftirstandandi hlutum ríkissjóðs. Í sjötta lagi má segja að með því að skrá hlutabréfin í Kauphöll Íslands og markaðssetja hlutina til alþjóðlegra fjárfesta með áherslu á fjölbreytt og dreift eignarhald hafi verið stutt við hlutabréfamarkað á Íslandi og efnt til samkeppni annars vegar á milli erlendra og innlendra fagfjárfesta og hins vegar á milli fagfjárfesta og almennra fjárfesta og þannig fengist hærra verð en ella.

### **Dreift og fjölbreytt eignarhald á Íslandsbanka**

Líta má á dreift eignarhald annars vegar út frá fjölda hluthafa og hins vegar út frá meðaleignarhaldi hvers og eins hluthafa. Ef litið er til fjölda hluthafa, þá var lögð áhersla á það í ferlinu að stærri frekar en minni hluti yrði seldur. Þá var ákveðið að hafa lágmarksfjárhæð hvorrar áskriftar einungis 50.000 krónur, eða mun lægri fjárhæð en gengur og gerist í útboðum á Íslandi, til að gefa fleiri fjárfestum kost á að taka þátt í frumútboðinu. Til samanburðar var lágmarksáskrift í útboði Síldarvinnslunnar hf. og Icelandair Group hf. 100.000 krónur. Einnig fengu starfsmenn Íslandsbanka ekki forgang að áskriftum. Eftir útboðið voru hluthafar bankans tæplega 24 þúsund, eða fleiri en í nokkru öðru skráðu félagi á Íslandi. Ef litið er til sambærilegra útboða var hlutdeild almennra fjárfesta ein sú hæsta sem um getur.

Líta má svo á að með því að leggja áherslu á fjölbreytt eignarhald verði allar tegundir eða flokkar fjárfesta að finna í hluthafahóp Íslandsbanka eftir útboðið. Í fyrsta lagi var litið til almennra fjárfesta og fagfjárfesta og að tryggja viðunandi hlutdeild hvors flokks fyrir sig, en einnig þurfti í ljósi áherslu á dreift eignarhald að auka hlutdeild almennra fjárfesta á kostnað fagfjárfesta. Þannig sést á mynd 9 að í úthlutun fengu almennir fjárfestar (einstaklingar) 33,6% af úthlutunarvirði, sem er í takt við ákvörðun ráðherra og vilja Alþingis um að almennir fjárfestar sættu ekki skerðingu við tilboð undir 1 m.kr. Í öðru lagi var litið til innlendra og erlendra fjárfesta. Þar sem ekki var um að ræða útboð til almennra fjárfesta (e. retail offering) fyrir utan Ísland var einungis um erlenda fagfjárfesta að ræða og þannig samanburð á erlendum og innlendum fagfjárfestum. Í þriðja lagi var litið til tegundar fagfjárfesta, eins og t.d. lífeyrissjóða, vogunarsjóða o.s.frv. Þannig var lögð áhersla á að laða að útboðinu sem flestar tegundir fagfjárfesta, en reynt að hafa varann á ef líkur væru á að undirliggjandi fagfjárfestir myndi selja hlutina sem fyrst á eftirmarkaði, t.d. eins og vogunarsjóðir sem komu seint inn í útboðið. Voru þessi viðmið m.a. birt í lýsingunni. Í fjórða lagi má segja að úthlutun til lífeyrissjóða og verðbréfasjóða hafi endurspeglad áherslu á dreift eignarhald með óbeinum hætti í ljósi fjölda sjóðsfélaga og eigenda hlutdeildarskírteina.

Þessi áhersla í ákvörðun ráðherra birtist í þeirri tillögu sem Bankasýsla ríkisins lagði fram til ráðherra um tilhögun úthlutunar til áskrifenda, eins og fram kemur á mynd 9 hér á eftir. Er ljóst á umfjölluninni hér á undan að þessum markmiðum hafi verið náð.<sup>27</sup>

<sup>27</sup> Í þessu sambandi er mikilvægt að fram komi að ekki er endilega mögulegt að tryggja frekari dreifingu á eignarhaldi þegar kemur að næstu sölu á eignarhlutum ríkisins í bankanum (fyrir utan þá augljósu staðreynd að sala stærsta hluthafans mun alltaf leiða til dreifðara eignarhalds). Þannig er það fyrirkomulag, sem talið er minnka áhættu við sölumæðferð, þ.e.a.s. tilboðsfyrirkomulag (e. accelerated book building), með þeim hætti að eingöngu er selt til fagfjárfesta og að öllum líkindum verður þátttaka núverandi hluthafa mun meiri en nýrri hluthafa.

*Mynd 9 Tillaga og endanleg úthlutun áskriftarloforða<sup>28</sup>*

Tegund fjárfesta	Tillaga að úthlutun	Raun úthlutun
Innlendir fjárfestar	67,5%-70,0%	70,00%
þar af einstaklingar	32,20%	33,60%
þar af langtímafjárfestar	32,0% - 37,0%	36,40%
þar af lífeyrissjóðir	28,0% - 30,0%	29,20%
þar af verðbréfasjóðir og tryggingafélög	6,0% - 8,0%	7,20%
þar af fagfjárfestar	1,5% - 2,0%	
Erlendir fjárfestar	30,0%-32,5%	30,00%

Til samanburðar má geta þess að skv. samantekt á hluthafalista Íslandsbanka 4. janúar sl., þá héldu erlendir fjárfestar á 7,4% hlut í bankanum (sem samsvarar 21,1% af útboðinu) og innlendir fjárfestar (fyrir utan ríkissjóð) því á 27,6% hlut (sem samsvarar 78,9% af útboðinu). Hluthafar eftir útboðið voru tæplega 24 þúsund, en hluthafar í upphafi þessa árs um 16 þúsund. Frá útboðinu hafa innlendir lífeyrissjóðir bætt við sig stærstum hlut í bankanum og héldu í byrjun árs á 15,3% hlut í bankanum í samanburði við 9,4% eftir útboðið. Þá hefur hlutur erlendra langtímafjárfesta (e. long only investors) haldist nokkuð stöðugur, eða farið úr 7,4% niður í 7,0%.

#### **Takmörkun á skerðingu áskrifta**

Varðandi viðmið um að tryggt yrði að tilboðsgjafar í hluti undir ákveðinni krónutölu (a.m.k. einni milljón króna að markaðsvirði) verði ekki fyrir skerðingu ef umframeftirspurn verður í útboðinu varð fljótt ljóst að aðrir fjárfestar myndu sæta skerðingu vegna mikillar umframeftirspurnar í útboðinu. Af þeim tæplega 24 þúsund áskriftum sem bárust voru 16.703 áskrifendur sem þurftu ekki að sæta skerðingu. Þá fengu 5.953 hluthafar 12.659 hluti, eða 1.000.061 krónur.

Lagt var mat á það að hækka þessa fjárhæð að einhverju leyti, en ráðgjafar Bankasýslunnar töldu það ekki ráðlegt, vegna þess að með því að auka hlut almennra fjárfesta í útboðinu yrði hlutur fagfjárfesta skertur enn frekar umfram það sem boðað hafði verið, nema ef útboðið yrði stækkað umfram 35% eignarhlut.

<sup>28</sup> Innan úthlutunar til einstaklinga er einnig að finna úthlutun til fagfjárfesta (þ.m.t. eignarhaldsfélaga), sem ekki eru lífeyrissjóðir, verðbréfasjóðir og tryggingafélög.

### Hámark á hlut hvers tilboðsgjafa

Varðandi viðmið um að sett yrði hámark á hlut hvers tilboðsgjafa, t.d. 2,5–3,0% af heildarhlutafé bankans var, að höfðu samráði við ráðgjafa, talið að mögulega þyrfti að víkja að hluta til frá þessu, þar sem ákveðið var að styðjast við hornsteinsfjárfesta í ferlinu, en þeir sækjast yfirleitt eftir stærri en minni hlut. Eftir samráð við ráðherra var ákveðið að úthluta sjóðum í rekstri Capital World Investors eitthvað hærri hlutdeild en þessu hámarki. Var því niðurstaðan eftir viðræður við ráðgjafa að úthluta þessum sjóðum 3,85% af hlutafé bankans. Rökstuðningur fyrir þessu var sá að orðspor þessa fjárfestis og aðkoma hans myndi efla innlendan fjármálamarkað og hafa jákvæð áhrif á eftirspurn, sérstaklega annarra langtímafjárfesta, eftir hlutum í bankanum fyrir og eftir útboðið.

### Hámark á selt hlutafé

Viðmið um sett lágmark og hámark á þann hlut í bankanum sem ríkið bauð til kaups í útboðinu var þannig að lágmark yrði 25% og hámark 35%.

Snemma í því samráðsferli sem ráðuneytið átti við Bankasýslu ríkisins kom fram að ekki væri ráðlagt að selja lægri en 20% hlut og helst ekki lægri en 25% hlut í bankanum. Byggðist það á grundvelli reglna kauphallarinnar um að lágmarks frjálst flot (e. free float) á hlutum í skráðum félögum eigi að vera 25%. Stofnunin taldi þó að kauphöllin myndi íhuga undanþágu frá þessu lágmarki í ljósi stærðar útboðsins, en þó ólíklega heimila skráningu á lægri en 20% hlut í bankanum.

Í tilkynningu um útboðsáform tilkynnti Bankasýsla ríkisins að stefnt yrði að sölu á að lágmarki 25% hlut. Þegar ljóst varð að mikill áhugi gæti verið á útboðinu ræddu aðilar þá hugmynd að stækka útboðið, m.a. vegna sambands verðs og framboðins magns í frumútboði. Að lokum var ákveðið að halda þessum möguleika opnum í lýsingunni þannig að með sölu aukreitishluta- eða verðjöfnunarhluta (e. over allotment option) yrðu seldir allt að 699.999.993 hlutir, eða 7 hlutum færra en sem næmi 35% af hlutafé bankans sem var innan áðurnefnds markmiðs í ákvörðun ráðherra.<sup>29</sup>

### Útgreiðsla sérstaks arðs fyrir útboð

Í bréfi ráðherra kom fram að stofnuninni væri falið að skoða hvort það samræmdist markmiðum ríkisins um hámarkun ábata af eignarhaldi og sölu á hlutum í Íslandsbanka að hann greiði út arð fyrir útboðið umfram 3-4 ma.kr. og ef það teljist ekki ráðlegt að færð séu viðunandi rök fyrir því álitu.

Þegar Íslandsbanki birti ársuppgjör fyrir árið 2020 tilkynnti hann einnig tillögu stjórnar um að greiða arð til hluthafa að fjárhæð 3,4 ma.kr. Í kjölfar ráðningar leiðandi söluráðgjafa leitaði Bankasýsla ríkisins eftir sjónarmiðum þeirra á slíkri arðgreiðslu, sem og fjármálaráðgjafa stofnunarinnar og bankans sjálfs, ásamt því að framkvæma sjálfstætt mat. Eins og áður hefur komið fram hófust leiðandi söluráðgjafar strax handa við gerð sölusögu, sbr. samnefndan verkstraum. Var það niðurstaða þeirra að ein af lykilfjárfestingarástæðum fagfjárfesta væri umfram eigið fé. Enn ríkti almennt óvissa um áhrif kórónuveirufaraldursins á lánasöfn banka og Íslandsbanki starfaði á litlum markaði þar sem hagsveiflur væru meiri en í flestum vestrænum ríkjum. Umfram eigið fé væri mikilvægt til að mæta afskriftum á samdráttarskeiðum og ekki síður til að styðja við útlánavöxt á hagvaxtarskeiðum. Ennfremur

<sup>29</sup> Var það gert af þeirri einföldu ástæðu að fjöldi hluta í grunnútboðinu var 636.363.630 og fjöldi aukreitishluta var 63.636.363, eða nákvæmlega 10% af fjölda hluta í grunnútboði.

myndi sterkt eigið fé ýta undir eftirspurn þar sem þá væri meiri geta til arðgreiðslna til hluthafa yfir lengri tíma. Af þessum sökum töldu leiðandi söluráðgjafar ekki ráðlegt að bankinn sendi út önnur skilaboð til hugsanlegra fjárfesta með því að ráðast í sértækar arðgreiðslur fyrir útboð. Tók fjármálaráðgjafi stofnunarinnar undir þessi sjónarmið. Þá sendi Bankasýsla ríkisins stjórn Íslandsbanka bréf þar sem óskað var eftir sjónarmiðum bankans sjálfs, þar sem lögum samkvæmt sé það hlutverk stjórnar en ekki hluthafa að leggja til arð á hluthafafundi. Í svari stjórnarinnar kom fram að enn væri óvissa tengd verðmæti útlána vegna heimsfaraldurs kórónuveirunnar og um framtíðar eiginfjárkröfur FME. Óskaði stofnunin eftir því að gerð yrði grein fyrir innihaldi bréfsins í fyrirliggjandi drögum af lýsingu. Þrátt fyrir að sjálfstætt mat Bankasýslu ríkisins á umfram eigin fé Íslandsbanka sýndi verulega arðgreiðslugetu, varð það niðurstaðan að miða við fyrirliggjandi mat ráðgjafa, enda myndi arðgreiðsla fyrir útboð hafa hverfandi áhrif á heildarverðmæti eignarhlutar ríkisins í bankanum. Kom stofnunin þessum sjónarmiðum á framfæri við ráðuneytið.

### Upplýsingamiðlun til Alþingis

Í niðurlagi ákvörðunar ráðherra kom fram að ráðuneytið myndi í samstarfi við Bankasýslu ríkisins „leggja fram tillögu að áætlun um reglubundna upplýsingamiðlun til þingnefndanna um framvindu og undirbúning útboðsins“. Var lögð áhersla á „að slík upplýsingagjöf þurfi hverju sinni að taka mið af undirliggjandi hagsmunum ríkisins og því regluumhverfi sem gildir um skráningu hlutabréfa á skipulegan verðbréfamarkað, sölu hlutabréfa almennt og um upplýsingar félags með skráð skuldabréf á markaði“.

Í kjölfar þess að ráðherra útbjó og sendi greinargerð til Alþingis um fyrirhugaða sölumeðferð áttu efnahags- og viðskiptanefnd annars vegar og fjárlaganefnd hins vegar fundi með Bankasýslu ríkisins um vænta sölumeðferð. Í kjölfar fundarins með fjárlaganefnd útbjó stofnunin frekari gögn að beiðni nefndarinnar. Eins og fram kom hér á undan voru ákvæði leiðbeininga um almannasamskipti (e. publicity guidelines), sem stofnunin og stjórnvöld þurftu að fara eftir, ströng, þar sem um var að ræða alþjóðlegt útboð skv. enskum og bandarískum lögum, sem túlka hugtakið útboð (e. offer) með afar víðum hætti. Af þeim sökum var erfitt fyrir bæði ráðherra og Bankasýslu ríkisins að tjá sig opinberlega um útboðið, þ.m.t. við fyrrgreindar þingnefndir. Til að koma til móts við sjónarmið ráðherra og þingsins hélt stofnunin kynningarfundum fyrir hvora nefnd fyrir sig þegar leið á sölumeðferðina, eða nánar tiltekið þann 9. júní. Í þeim kynningum fjallaði stofnunin um mögulega útboðsstærð, tímátöflu útboðs, stjórnskipunarfyrikomulag, samanburð á frumútboði á hlutum í Íslandsbanka og Arion banka, þróun á hlutabréfamörkuðum, sjónarmið stjórnvalda vegna sölu, um hornsteinsfjárfesta, viðmið Bankasýslu ríkisins og markmið eigandastefnu um sölu, verðmat á hlutabréfum í bönkum í Evrópu og arðgreiðslur fyrir og eftir útboð.

Þá fól ráðherra stofnuninni að útbúa efni um útboðið til að kynna á ríkisstjórnarfundum 15. júní, þ.e. sama dag og áskriftartímabilinu lauk.